

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES**

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad III



**ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS  
AGENCIAS DE VIAJE EN ESPAÑA**

**MEMORIA PRESENTADA PARA OPTAR AL GRADO DE  
DOCTOR POR**

Rosa Susana Sousa Santos

Bajo la dirección del Doctor:

Juan Mascareñas Pérez-Íñigo

**Madrid, 2002**

**ISBN: 84-669-2279-2**

A mi padre.

# **TESIS: ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS AGENCIAS DE VIAJES EN ESPAÑA.**

Autor: Susana Sousa Santos. Dirigida por el Catedrático Dr. D. Juan Mascareñas Pérez-Íñigo. Departamento de Economía Financiera de la Empresa y Contabilidad III. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense de Madrid.

Madrid 2002.

Este trabajo ha sido financiado por una beca "Turismo de España" de la Secretaría de Estado de Comercio y Turismo (Resolución de 15 de septiembre de 2000, B.O.E. de 17 de octubre).



# ÍNDICE ANALÍTICO

## INTRODUCCIÓN

11

## PARTE I. SITUACIÓN DEL SECTOR

18

1. Limitaciones para un Estudio Económico del Turismo. 19
2. El Papel del Turismo en el Sistema Económico. 28
  - 2.1. El Turismo en el Mundo. 28
    - 2.1.1. El Turismo Internacional. 28
    - 2.1.2. El Turismo Interno. 38
    - 2.1.3. Incidencia del Turismo en la Economía Mundial. 38
  - 2.2. El Turismo en España. 42
    - 2.2.1. Turismo Internacional. 45
    - 2.2.2. El Turismo Nacional. 49
    - 2.2.3. Importancia del Turismo en España. 51
3. Fuentes de Información para un Estudio Sectorial. 58
  - 3.1. La Central de Balances del Banco de España (1983-1999). 59
  - 3.2. Registro Mercantil (Mercantil sectorial, 1995-1999). 66
  - 3.3. Instituto de Estudios Fiscales. 69
  - 3.4. Secretaría General de Turismo. 72
    - 3.4.1. Estructura Económico-Financiera del Sector de Agencias de Viajes, 1987. 72
    - 3.4.2. Diseño y Desarrollo de un Sistema de Calidad para el Sector de Agencias de Viajes, 1997. 73
  - 3.5. Instituto Nacional de Estadística (INE). 76
  - 3.6. DBK Análisis Sectorial y Estratégico (1991- 2000). 78
  - 3.7. Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas - Nexopublic Consulting. Análisis Estructural, Económico y Financiero de las Agencias de Viajes en España: 1992. 79

- 3.8. Federación Española de Agencias de Viajes - Arthur Andersen. Análisis de la Evolución de la Rentabilidad de las Agencias de Viajes: 1988-1992. 81

#### 4. Caracterización del Sector de las Agencias de Viajes. 83

- 4.1. Estudio del negocio. 85
  - 4.1.1. Concepto y Fines. 85
  - 4.1.2. Clases. 89
- 4.2. El Sector de Agencias de Viajes en España. 90
  - 4.2.1. Número de Casas Centrales y Sucursales. 90
  - 4.2.2. Posición de España en el contexto europeo. 98
  - 4.2.3. Distribución Geográfica. 99
  - 4.2.4. Forma Jurídica. 101
  - 4.2.5. Asociacionismo. 101
  - 4.2.6. Normativa Aplicable. 103
- 4.3. Análisis Estratégico del Sector de las Agencias de Viajes. 107
  - 4.3.1. Organización de la Cadena de Valor en la Distribución Turística. 107
  - 4.3.2. Análisis DAFO del Sector de Agencias de Viajes. 110

- 5. Métodos de Análisis. 115
  - 5.1. Búsqueda de factores clave en la gestión de las agencias de viajes. 116
    - 5.1.1. Consulta de fuentes bibliográficas. 116
    - 5.1.2. Entrevista a agentes de viajes y profesionales relacionados con el sector. 116
    - 5.1.3. Análisis económico- financiero. 116
  - 5.2. Indicadores de Creación de Valor. 118
    - 5.2.1. Valor Económico Añadido (EVA, *Economic Value Added*). 119
    - 5.2.2. Beneficio Económico (BE). 123
    - 5.2.3. Valor Añadido de Mercado (MVA, *Market Value Added*). 123
    - 5.2.4. Cash Flow Return on Investment (CFROI). 125
    - 5.2.5. Valor Añadido en Efectivo (CVA, *Cash Value Added*). 126
  - 5.3. Contrastación empírica. 128
- 6. Análisis de la Estructura Económico-Financiera de las Agencias de Viajes en España. 130
  - 6.1. Estados Patrimoniales y de Flujos. 130
  - 6.2. Estructura Balance Medio del Sector. 132
    - 6.2.1. El Balance Medio. 132
    - 6.2.2. Estudio por Elementos Patrimoniales. 135
      - 6.2.2.1. Activo. 138
      - 6.2.2.2. Pasivo. 153
  - 6.3. Estructura de Explotación de las Agencias de Viajes. 165
    - 6.3.1. Valor de la producción. 165
    - 6.3.2. Consumos intermedios. 167
    - 6.3.3. Valor añadido bruto al coste de los factores. 172
    - 6.3.4. Resultado económico bruto de explotación. 174
    - 6.3.5. Recursos generados. 176
    - 6.3.6. Resultado neto total. 177
  - 6.4. Análisis Económico-Financiero. 179
    - 6.4.1. Análisis Financiero. 179
    - 6.4.2. Análisis Económico. 189

6.5. Identificación de Factores de Creación de Valor. 195

7. Una Medición del Valor Creado por las Agencias de Viajes en España. 197

7.1. El EVA, un Instrumento para el Análisis del Valor. 197

7.2. Elementos del EVA y su Cuantificación. 198

7.2.1. El coste de capital. 198

7.2.1.1. Coste de los Fondos Propios. 198

7.2.1.2. Coste de la deuda. 217

7.2.2. Rentabilidad de los Activos de Explotación. 222

7.2.3. Evolución del EVA del subsector de agencias de viajes. 224

7.3. Priorización de Factores de Creación de Valor. 228

## PARTE III. CONCLUSIONES

233

## ANEXOS

237

Anexo nº1: Descripción de Touroperadores Europeos. 238

Anexo nº2: Tablas de Precios y Retornos de los Touroperadores Europeos e Indices Bursátiles. 240

Anexo nº3: Tabla Evolución de la Capitalización de los Touroperadores Europeos. 258

Anexo nº4: Estados Patrimoniales y de Flujos de las Agencias de Viajes en España. 259

Anexo nº5: Evolución de las Agencias de Viajes en España. 266

## BIBLIOGRAFÍA

269

## Agradecimientos.

Son muchas las personas que me han ayudado y han contribuido a que esta tesis haya llegado a buen término. Tras todos estos años de trabajo, en mi corazón hay, obligatoriamente, un profundo agradecimiento. Todas esas personas me aportaron sus conocimientos e intuiciones, pero sobre todo un apoyo incondicional y generoso, que no creo que pueda llegar a corresponder como merece.

Quiero expresar mi agradecimiento al profesor D. Juan Mascareñas Pérez-Íñigo, director de este trabajo, por el interés y paciencia que ha demostrado, por su especial apoyo en el adiós de mi padre y por su capacidad de convertir en sencilla la más compleja lección magistral. Sus recomendaciones han sido fundamentales en el desarrollo de la tarea investigadora.

Igualmente, quiero expresar mi gratitud al profesor D. Valentín Bote Gómez, por su orientación y apoyo desde el principio, a los profesores Dña. Carmen Norverto Laborda, Dña. Catalina Vacas Guerrero y D. Javier Sosa Álvarez, por su ayuda y sugerencias para el análisis económico-financiero, a Dña. Elena Urquía Grande, por el interés mostrado por mi trabajo además de sus recomendaciones en el análisis de la creación de valor y a D. Vicente Quesada Paloma por su insustituible ayuda en el estudio de las series temporales. Quiero agradecer la orientación, en los cursos de doctorado, proporcionada por los profesores Dña. Pilar Gómez Aparicio, D. Gustavo Lejarriaga Pérez de las Vacas, D. José Ramón Aragonés González y D. Jesús Giménez Sánchez. Agradezco también al profesor D. Andrés Santiago Suárez el haberme recordado que es preciso sentirse, antes que nada, educador.

Quiero agradecer la colaboración de todos los profesionales relacionados con el sector que me ofrecieron su tiempo de forma desinteresada. En especial, Miguel Martín-Borregón y Miguel Zamarro de Viajes Tucson, Maria José Expósito de Latino Tours, Mercedes Calle de Kuoni, Susana Tomás de FEA AV, Manuel Santos González de UGT, Pilar García de IATA, Braulio Tamayo de la Fundación COTEC, Antonio Martínez Serrano y Rafaela Mayo del INE y M<sup>a</sup> Angeles Prieto Sanz de la OMT. A ellos debo añadir una larga lista de anónimos profesionales, ya sea en los centros de documentación visitados (en especial, en el Ministerio de Economía, el Banco de España, el Instituto de Estudios Turísticos y el Instituto de Estudios Fiscales) o en departamentos de distintos organismos, que con su actitud acogedora y generosa, además de su paciencia, facilitaron enormemente mi investigación.

Asimismo quiero agradecer a mi familia y amigos todo su afecto y ayuda, gracias por su imprescindible presencia y por su ejemplo de paciencia y generosidad.

Por último, gracias a todos mis alumnos, en especial a Maria Jesús Ortega Cano, Antonia Martín Gómez y a los del Centro Español de Nuevas Profesiones, todos ellos con sus dudas e inquietudes, con su afecto, son la principal recompensa y razón de todo este trabajo. A ellos y a los que están por venir está dirigida esta tesis que sólo pretende iluminar cuestiones, despertar interrogantes, ser, si acaso, una pequeña piedra en la gran construcción que es el estudio del turismo en España.

# ÍNDICE SINTÉTICO

## INTRODUCCIÓN

## PARTE I. SITUACIÓN DEL SECTOR

1. Limitaciones para un Estudio Económico del Turismo.
2. El Papel del Turismo en el Sistema Económico.
3. Fuentes de Información para un Estudio Sectorial.
4. Caracterización del Sector de las Agencias de Viajes.

## PARTE II. ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR

5. Métodos de Análisis.
6. Análisis de la Estructura Económico-Financiera de las Agencias de Viajes en España.
7. Una Medición del Valor Creado por las Agencias de Viajes en España.

## PARTE III. CONCLUSIONES

## ANEXOS

## BIBLIOGRAFÍA

# ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

## Capítulo 2:

Gráfico 2.1. Llegadas de turistas internacionales (millones).

Gráfico 2.2. Ingresos por turismo internacional (excluido el transporte aéreo) en miles de millones de dólares EE.UU.

Gráficos 2.3. Llegadas de turistas internacionales por regiones.

Gráficos 2.4. Ingresos por turismo internacional por regiones.

Gráfico 2.5. Llegadas de turistas internacionales. Cuota de mercado 1990.

Gráfico 2.6. Llegadas de turistas internacionales. Cuota de mercado 1999.

Gráfico 2.7. Ingresos por turismo internacional. Cuota de mercado 1990.

Gráfico 2.8. Ingresos por turismo internacional. Cuota de mercado 1999.

Gráfico 2.9. Entrada de visitantes en España (variación porcentual).

Gráfico 2.10. Entrada de visitantes en España.

Gráfico 2.11. Contribución del turismo al PIB.

Gráfico 2.12. Balanza por cuenta corriente en España.

Gráfico 2.13. Ingresos, pagos y saldo por turismo.

Tabla 2.1. Evolución de las llegadas de turistas internacionales por regiones (millones).

Tabla 2.2. Ingresos por turismo internacional por regiones.

Tabla 2.3. Los cinco primeros destinos turísticos del mundo.

Tabla 2.4. Los cinco primeros países del mundo en ingresos por turismo.

Tabla 2.5. Principales destinos turísticos por llegadas de turistas internacionales.

Tabla 2.6. Ingresos mundiales por exportaciones, 1999.

Tabla 2.7. Aportación del turismo al PIB de la economía española.

Tabla 2.8. Empleo en el sector turístico.

## Capítulo 3:

Tabla 3.1. Clasificación del tamaño de empresa utilizado en la Central de Balances (a).

Tabla 3.2. Representatividad de las muestras de la Central de Balances.

Tabla 3.3. Empresas incluidas en el estudio.

## Capítulo 4:

Gráfico 4.1. Tasas de evolución del total de agencias de viajes.

Gráfico 4.2. Organización de la cadena de valor en la distribución turística.

Tabla 4.1. Número de agencias de viajes por cada 100.000 habitantes en la Unión Europea.

Tabla 4.2. El sector de agencias de viajes en el contexto de la Unión Europea, 1996.

Tabla 4.3. Ranking de los cinco primeros países de la Unión Europea por ventas.

Tabla 4.4. Ranking de los cinco primeros países de la Unión Europea por empleo.

Tabla 4.5. Número de agencias de viajes clasificadas según actividad y ámbito.

Tabla 4.6. Cuota de asociacionismo por comunidades autónomas, 1996.

Tabla 4.7. Cuadro resumen de disposiciones legales.

## Capítulo 5:

Tabla 5.1. Ajustes propuestos para el cálculo del valor contable económico y el ROIC.

## Capítulo 6:

Gráfico 6.1. Evolución de la estructura del activo total de las agencias de viajes.

Gráfico 6.2. Evolución de la estructura del activo inmovilizado de las agencias de viajes.

Gráfico 6.3. Evolución de la estructura del activo circulante de las agencias de viajes.

Gráfico 6.4. Evolución de la estructura del pasivo total de las agencias de viajes.

Gráfico 6.5. Evolución de la estructura de los recursos propios de las agencias de viajes.

Gráfico 6.6. Evolución de la estructura de los recursos ajenos de las agencias de viajes.

Gráfico 6.7. Estructura de los recursos ajenos a largo plazo de las agencias de viajes.

Gráfico 6.8. Estructura de la financiación a corto plazo con coste de las agencias de viajes.

Gráfico 6.9. Estructura de la financiación a corto plazo sin coste de las agencias de viajes.

Gráfico 6.10. Consumos intermedios.

Gráfico 6.11. Compras netas.

Gráfico 6.12. Otros gastos de explotación.

Gráfico 6.13. Valor añadido bruto al coste de los factores.

Gráfico 6.14. Gastos de personal.

Gráfico 6.15. Resultado económico bruto de la explotación.

Gráfico 6.16. Distribución del resultado neto total.

Gráfico 6.17. Ratios de posición financiera de las agencias de viajes.

Gráfico 6.18. Evolución de los períodos medios de cobro y pago.

Gráfico 6.19. Endeudamiento a corto plazo sin coste y diferencial períodos medios de cobro y pago.

Gráfico 6.20. Evolución de la rentabilidad sobre inversión (ROI), margen y rotación de las agencias de viajes.

Gráfico 6.21. Evolución de la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y sus componentes en las agencias de viajes.



Gráfico 6.22. Financiación de clientes por proveedores.

Gráfico 6.23. Diferencia entre el valor añadido y gastos de personal por empleado.

Gráfico 6.24. Evolución valor añadido y gastos de personal por empleado.

Tabla 6.1. Composición de los gastos en servicios exteriores.

## Capítulo 7:

Tabla 7.1. Tipo de Interés de las obligaciones del Estado a diez años.

Tabla 7.2. Error en la estimación de las primas de riesgo.

Tabla 7.3. Primas de riesgo.

Tabla 7.4. La prima de riesgo en Estados Unidos.

Tabla 7.5. Betas de las compañías analizadas en el período 1989-1999.

Tabla 7.6. Coeficientes de regresión (b).

Tabla 7.7. Betas estimadas para el sector de agencias de viajes en España.

Tabla 7.8. Betas para la obtención del coste de oportunidad de los fondos propios.

Tabla 7.9. Ponderaciones de las betas.

Tabla 7.10. Coste de los fondos propios (prima de riesgo del 4%).

Tabla 7.11. Coste de los fondos propios (prima de riesgo del 5.5%).

Tabla 7.12. Coste de la deuda antes de impuestos.

Tabla 7.13. Tipo impositivo de sociedades.

Tabla 7.14. Coste de la deuda después de impuestos.

Tabla 7.15. Estimación del valor de mercado del capital invertido.

Tabla 7.16. Coste de capital medio ponderado (prima de riesgo del 4%).

Tabla 7.17. Coste de capital medio ponderado (prima de riesgo del 5.5%).

Tabla 7.18. Tasa de rentabilidad del capital invertido.

Tabla 7.19. Evolución del EVA de las agencias de viajes en España (%).

Tabla 7.20. Factores de creación de valor.

Gráfico 7.1. Evolución del ROIC y el WACC.

Gráfico 7.2. Evolución del EVA de la agencias de viajes en España.

## Anexo:

### Anexo nº2:

- Tabla A2.1. Compañía Airtours y Footsie-100. Precios y retornos.
- Tabla A2.2. Compañía First Choice Holiday y Footsie-100. Precios y retornos.
- Tabla A2.3. Compañía Club Méditerranée y Cac 40 (Fr). Precios y retornos.
- Tabla A2.4. Compañía Kuoni Reisen Holding y Smi (Ch) . Precios y retornos.
- Tabla A2.5. Compañía Preussag y Dax 30 Perf (De). Precios y retornos.
- Tabla A2.6. Índice general de la Bolsa de Madrid. Precios y retornos.

### Anexo nº3:

- Tabla A3.1. Evolución de la capitalización.

### Anexo nº4:

- Tabla A4.1. Cuenta de pérdidas y ganancias del sector de agencias de viajes en España, (miles de euros).
- Tabla A4.2. Estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias del sector de agencias de viajes en España.
- Tabla A4.3. Estructura del balance del sector de agencias de viajes en España (miles de euros).
- Tabla A4.4. Estructura del balance del sector de agencias de viajes en España.
- Tabla A4.5. Operaciones patrimoniales (miles de euros).
- Tabla A4.6. Operaciones patrimoniales (%).

### Anexo nº5:

- Tabla A5.1. Casas centrales.
- Tabla A5.2. Sucursales.
- Tabla A5.3. Tasas de variación anual.

# INTRODUCCIÓN

El sector turístico constituye uno de los frentes más dinámicos de la economía, con unos niveles de crecimiento en constante alza. En efecto, como la Organización Mundial del Turismo (OMT) señala, el turismo es una de las actividades económicas con mayor relevancia y más rápido crecimiento a nivel internacional, llegando a suponer entre el 3 y el 5% del PIB mundial<sup>1</sup>. En el período 1975-2000 la llegada de turistas creció un 35% más rápido que el PIB<sup>2</sup>. Por otra parte, los ingresos por turismo internacional y viajes internacionales (ingresos relacionados con el transporte de residentes de otros países) supusieron, en 1999, el 8 por ciento del total de los ingresos por exportaciones mundiales de bienes y servicios, siendo, según un informe de la OMT realizado en 1998, una de las cinco primeras fuentes de divisas para el 83 por ciento de los países y la principal para el 38 por ciento de ellas<sup>3</sup>. Sin duda el turismo constituye en la actualidad una de las mejores vías para la consecución del bienestar económico y social.

Por lo que respecta a España, nuestro país se ha caracterizado por ser uno de los principales destinos turísticos del mundo, pasando de ocupar el octavo lugar en llegadas de turistas en 1950 al tercero en 2000, con una cuota de mercado del 7 por ciento, y situándose en segundo puesto en ingresos por turismo internacional<sup>4</sup>. La contribución del sector turismo al PIB español se estimó en torno al 11% en 1999<sup>5</sup>. Puede afirmarse que los saldos por turismo han sustentado la balanza de pagos española, ya que han llegado a cubrir la totalidad del déficit comercial de España con el resto del mundo. En efecto, desde 1964 los saldos por turismo han oscilado entre el 66% y 167% del déficit comercial español<sup>6</sup>, lo que ha permitido “un salto

---

<sup>1</sup> Organización Mundial del Turismo, *Incidencia económica del turismo. Una cuenta satélite de turismo para averiguar lo más esencial*, OMT, Madrid, 1999.

<sup>2</sup> Organización Mundial del Turismo, *Tendencias de los mercados turísticos: Panorama mundial y actualidad del turismo*, OMT, Madrid, 2001, p. 42.

<sup>3</sup> *Ibidem*, p. 41.

<sup>4</sup> Organización Mundial del Turismo, *Tendencias de los mercados turísticos: Panorama mundial y actualidad del turismo*, OMT, Madrid, 2001, p. 17.

*Comité para la Reactivación del Turismo en la Región Mediterránea*, Reunión del Comité de 30 de enero, OMT, Madrid, 2002, p. 3.

<sup>5</sup> Figuerola Palomo, Manuel, “Contribución de la actividad turística a la economía española”, *La actividad turística española: 1999*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), Valencia, 2000, p. 41.

<sup>6</sup> Mora Sánchez, Antonio y Córdoba Leiva, Jose L., “La liberalización mundial del turismo y la economía española”, *Documento de trabajo Serie A N° 20011*, Universidad de Alcalá, Madrid, 2000, p.24.

cualitativo a la economía española en las tres últimas décadas desde una economía cerrada e intervencionista a una abierta e integrada en la CEE”<sup>7</sup>.

Sin embargo, el sector no es suficientemente reconocido; en palabras de la OMT, “el turismo merece una mayor atención por parte de las Administraciones públicas, de los investigadores y educadores, y de los profesionales y trabajadores del sector, dado su gran potencial en la generación de renta y empleo y su contribución a la conservación y mejora del entorno natural y cultural.”<sup>8</sup>

La importancia actual de las Escuelas de Turismo, públicas y privadas, así como la creación de la nueva titulación de Diplomatura de Turismo (aprobada por Real Decreto 604/1996) han puesto de manifiesto la necesidad de establecer un marco de investigación junto con una bibliografía específica para el estudio de una actividad tan estratégica como es el turismo para el desarrollo económico español. La juventud de los estudios de turismo en España es, en opinión del profesor Pedreño Muñoz<sup>9</sup>, la razón fundamental por la que no se ha generado un cuerpo científico con tradición en la investigación turística que suministrase bibliografía copiosa y canalizase la investigación desarrollada, tal y como ha acontecido en otras ramas de las ciencias incorporadas en nuestras universidades.

El nacimiento de los estudios de turismo oficiales en España se remonta a 1963, con la creación de la Escuela Oficial de Turismo y la adscripción a la misma de diversos centros privados que venían impartiendo el título de Técnico en Empresas y Actividades Turísticas (TEAT). Es a partir de este momento cuando comienza una oferta pública de formación en turismo y se califica como “legalmente reconocidos” por el Ministerio de Información y Turismo a los centros que venían proporcionando los estudios de técnico en turismo. No obstante, según señala Pedreño Muñoz<sup>10</sup>, tras más de treinta años de funcionamiento de los estudios TEAT, no se ha logrado generar ni el cuerpo investigador ni el material bibliográfico necesario para permitir el proceso de inflexión exigible a cualquier disciplina, para su propio progreso y reconocimiento por la sociedad a la que pretende servir, que se completa plenamente en el ámbito de la Universidad.

En esta tesis nos proponemos llevar a cabo un análisis exhaustivo acerca de la creación de valor de las agencias de viajes en España, subsector que se ha visto particularmente afectado por la falta de información de que adolece el sector

---

<sup>7</sup> Bote Gómez, Venancio, “La necesaria revalorización de la actividad turística española en una economía terciarizada e integrada en la CEE”, *Revista de Estudios Turísticos*, nº 118, Madrid, 1993, pp. 5–6.

<sup>8</sup> Organización Mundial del Turismo, *Introducción al turismo*, OMT, Madrid, 1998, p. 37.

<sup>9</sup> Pedreño Muñoz, Andrés, “El turismo en el análisis económico”, en AAVV, *Introducción a la Economía del Turismo en España*, al cuidado de Andrés Pedreño Muñoz, Civitas, Madrid, 1996, p. 28.

<sup>10</sup> *Ibidem*, pp. 32–43.

turístico. La creación de valor se ha convertido no sólo en el objetivo general de la empresa, sino también en una herramienta para juzgar la gestión empresarial, de modo que las diferentes decisiones de la empresa pueden ser interpretadas en función de su aportación a dicho objetivo. Y es fundamentalmente desde esta perspectiva desde la que se aborda el presente trabajo.

Nuestro análisis, que ha arrancado con el estudio preliminar de la situación del sector con el fin de conocer los aspectos económicos más relevantes de la actividad turística, se ha encontrado con importantes limitaciones: la dificultad de delimitar el concepto de turismo, los problemas de disponibilidad de datos y el escaso reconocimiento de su importancia. Estas dificultades se han analizado en el Capítulo 1, pues delimitan las posibilidades de realizar un análisis riguroso acerca de cualquier aspecto de la actividad turística, si bien se han constatado importantes avances como la Encuesta Anual de Servicios del Instituto Nacional de Estadística, iniciada en 1998 y auspiciada por la Unión Europea, o la Primera Cuenta Satélite del Turismo en España, cuyos resultados preliminares se han dado a conocer en 2002.

El objetivo del Capítulo 2 ha sido evaluar el papel del sector turístico en la economía mundial atendiendo a su distribución regional de acuerdo con la clasificación de la Organización Mundial del Turismo (OMT). A continuación se analiza en mayor profundidad la información disponible acerca del turismo en España, para lo cual se ha recurrido a las estadísticas publicadas por la OMT, el Banco de España y la Secretaría General de Turismo, junto con otros estudios del sector. El estudio preliminar de la situación y perspectivas de las variables turísticas más relevantes ha permitido establecer las tendencias previsibles del sector turístico, pieza fundamental de la economía española, que habrán de repercutir en la actividad de las agencias de viajes.

El dinamismo de la actividad turística queda reflejado en la evolución y tendencias de las magnitudes frecuentemente utilizadas para su observación, como las entradas de turistas, los ingresos por turismo internacional y la contribución al Producto Interior Bruto (PIB). Del análisis de las series estadísticas referidas a estas variables se constata la clara expansión que experimenta el sector.

Antes de iniciar el estudio del sector de las agencias de viajes hemos elaborado en el Capítulo 3 una relación de fuentes oficiales y privadas que aportan datos relevantes a nivel sectorial. En este sentido hay que resaltar la dificultad de encontrar fuentes homogéneas para un período de estudio amplio y la disponibilidad, más bien, de trabajos aislados, que explotan muestras obtenidas mediante distintas técnicas, pero que no estimamos comparables, circunstancia que dificulta el estudio de la evolución del sector en el tiempo. Encontramos, sin embargo, que estas comparaciones se han realizado en algunos trabajos, quizá por no haber dispuesto de datos estadísticos fiables, homogéneos y representativos. Ante esta circunstancia hemos examinado las posibles fuentes de información para concluir que la única disponible para la realización del estudio de la situación

económico-financiera del sector de agencias de viajes y de su creación de valor es la base de datos anual de la Central de Balances del Banco de España (CBA) a la fecha de presentación de la tesis doctoral. La utilización de esta fuente ha exigido un notable esfuerzo de actualización de los datos estadísticos, pues los trabajos preliminares partían de bases abiertas desde el año 1996 e incluso las bases de datos cerradas han ido renovándose con revisiones e incorporaciones de empresas que han decidido solicitar y remitir cuestionarios de ejercicios previos<sup>11</sup>.

Aunque el sector de agencias de viajes no se encuentra plenamente representado en las muestras tomadas por la Central de Balances, dado el carácter facultativo de la colaboración, creemos haber obtenido una muestra significativamente representativa que permite extraer conclusiones relevantes acerca de la estructura económico-financiera del sector de las agencias de viajes así como de los elementos generadores de valor en dichas empresas.

El Capítulo 4 se ha destinado a la caracterización de las agencias de viajes en España. Para ello se ha partido de la definición de las agencias de viajes, con desarrollo de sus funciones, fines y tipología tomando como criterio fundamental el de la legislación vigente en España. La obtención y el análisis de las series estadísticas referentes al número de agencias de viajes (casas centrales y sucursales), más compleja tras el proceso de descentralización de competencias, ha permitido conocer el importante crecimiento de la oferta en el sector, que ha llegado a cuadruplicarse en veinte años, si bien con diferencias en tamaño, ya que las agencias comparten mercado con grandes grupos empresariales, lo cual pone de manifiesto el marco de fuerte competencia en que se desenvuelven estas empresas.

Observamos asimismo, en la actualidad, un proceso de profunda transformación, iniciado en la década de los noventa, que tiene importantes repercusiones sobre el futuro del sector. La elevada fragmentación, las guerras de precios, los reducidos márgenes de explotación, la aparición del billete electrónico o de las agencias virtuales, la tendencia a la asociación e integración del mismo y la incorporación de las nuevas tecnologías, constituyen rasgos que ponen en duda incluso la mera supervivencia del sector.

La segunda parte de la tesis doctoral se destina al análisis de la creación de valor en las agencias de viajes y arranca en el Capítulo 5 con la descripción de la

---

<sup>11</sup> Banco de España. Central de Balances, *Resultados anuales de las empresas no financieras 1997*, Madrid, 1998, Nota metodológica. Ha sido necesario manejar la información en CD-ROM por ser el soporte que incorpora toda la información disponible en las bases de datos. La publicación en papel presenta los resultados de las diez últimas bases de la serie histórica disponible y con menos detalle, de modo que no encontramos la agrupación Turismo. El CD-ROM contiene la serie temporal completa, y su detalle permite llegar al mayor grado de desagregación en la petición de datos. Es en esta fuente donde encontramos los datos analizados en la tesis doctoral.

metodología empleada para la realización del análisis. Se ha hecho uso, fundamentalmente, del análisis económico-financiero como instrumento de identificación de los factores clave de valor de las agencias de viajes. Los estados contables analizados son el balance medio, la cuenta de resultados y el estado de operaciones patrimoniales, considerando que son expresión de la imagen fiel de la situación económico-financiera del sector. De ello obtenemos una primera estimación de los factores potencialmente más relevantes en términos de creación de valor.

La herramienta empleada en el análisis económico-financiero (Capítulo 6) ha sido el análisis por ratios, esto es, la expresión por cociente de distintas magnitudes. Considerando que el valor de un ratio en un momento del tiempo tiene un limitado contenido interpretativo, parece más indicado abordar el estudio desde una perspectiva temporal, es decir, atender a la evolución en el tiempo de las distintas magnitudes consideradas y tratar de estimar el impacto de dicha evolución en la creación de valor del sector. Así pues, este estudio pretende salvar las limitaciones de la estaticidad de los valores contables introduciendo una perspectiva dinámica tanto en su observación como en la posterior contrastación empírica.

Hay que añadir que en la búsqueda de generadores de valor en las agencias de viajes han resultado relevantes dos factores: la información obtenida del resto de las fuentes enumeradas en el Capítulo 3 y las entrevistas y cuestiones realizadas a distintos profesionales del sector. El primero, porque ha permitido contrastar la representatividad y fiabilidad de nuestros datos; y el segundo, porque ha facilitado una labor que, en definitiva, corresponde a los equipos gestores de estas empresas, ya que son ellos, directamente implicados y en debate, los que deben ser capaces de identificar los impulsores de valor.

Cabe considerar, asimismo, que si bien esta relación de factores ha sido la obtenida del estudio histórico, referido al período 1989-1999, no debe descartarse una futura revisión, en lo que se refiere tanto a composición como a ordenación, que refleje la evolución del mercado o de las actividades propias del sector.

El Capítulo 5 continúa con el estudio de los distintos indicadores de creación de valor a fin de determinar la medida más adecuada para la estimación de la creación de valor en el sector. Hemos podido constatar cierta controversia en la literatura financiera respecto a esta elección, como pone de manifiesto la disparidad de resultados que arrojan los trabajos que intentan contrastar empíricamente la validez de estos indicadores. En este punto es preciso indicar que la ausencia de datos de mercado, al no existir agencias de viajes que coticen en la bolsa española, así como la peculiaridad de las muestras manejadas, han condicionado notablemente nuestra elección.

Escogemos el Valor Económico Añadido (Economic Value Added, EVA) como instrumento de análisis por ser la herramienta que mejor se adapta a la información disponible y tras observar que otros indicadores, como el beneficio económico o los tradicionales contables, no mejoran sustancialmente la capacidad explicativa de



aquél. La posibilidad de realizar un cómputo anual, con datos de un sector en el que la composición de la muestra cambia anualmente, constituye una ventaja fundamental para la realización del análisis, pues permite salvar una de las primeras limitaciones que encontramos para llevar a cabo nuestro estudio. La ausencia de datos de mercado, por otra parte, nos ha llevado a la búsqueda de datos en mercados internacionales, concretamente referidos a touroperadores europeos para, a través de una relación lineal, realizar una estimación de los datos de mercado para las agencias de viajes en España necesarios para la obtención del EVA.

En el Capítulo 7 realizamos una estimación del EVA anual, expresándolo en porcentaje sobre el capital invertido, con el fin homogeneizar la serie de los resultados obtenidos, de forma que posibilite un análisis dinámico o evolutivo del EVA del sector.

Dicho análisis nos ha permitido extraer evidencias de que la evolución de la creación de valor en el sector, aproximada a través del EVA en el período 1989-1999, es consecuencia de la transformación acaecida en el mismo. En efecto, el proceso de fusiones, asociaciones e incorporación de las nuevas tecnologías, especialmente intenso desde mediados de los noventa, ha permitido desde 1995 aumentar el valor del sector en términos del EVA.

Con el objetivo de profundizar más en el análisis, tratamos de conocer cuáles han sido las palancas fundamentales que han impulsado la creación de valor en las agencias de viajes. Para ello realizamos una contrastación empírica partiendo de una relación de dependencia entre el EVA y cada uno de los factores considerados relevantes tras el análisis del Capítulo 6. Con este fin se han ajustado distintas funciones hasta encontrar aquella que mejor explicara la relación entre las variables mencionadas. Se optó por el ajuste lineal por encontrar que otro tipo de funciones no mejoraban sensiblemente la capacidad explicativa de aquél. Por otro lado, la capacidad explicativa de la evolución del EVA de cada uno de los factores clave de valor en las agencias de viajes, medida a través del coeficiente de determinación, ha determinado la ordenación o jerarquía de los mismos.

Por último, la conclusión del análisis es que las agencias de viajes deben prestar atención en su gestión a las variables mencionadas si pretenden alcanzar el objetivo último de la creación de valor, si bien son en definitiva ellas mismas las que en su quehacer diario habrán de modificar la jerarquía de factores propuesta o alterar su composición.

## **PARTE 1. SITUACIÓN DEL SECTOR**

## 1. Limitaciones para un Estudio Económico del Turismo.

Siguiendo a Enzo Paci<sup>1</sup>, podemos afirmar que, en general, todo estudio económico del turismo se ha encontrado con los siguientes principales inconvenientes:

### a) Falta de una delimitación precisa del turismo desde el punto de vista económico:

Tal vez la primera dificultad con la que se encuentra cualquier investigador en el ámbito del turismo es tratar de delimitar el concepto turismo. Para Figuerola Palomo “establecer un concepto único del turismo no es posible”, si bien da por supuesto que es preciso establecer unos límites para su definición, que en su opinión debe contemplar “que el turismo es un acto que supone desplazamiento, que exige gasto de renta, que satisface la necesidad de servicios ofrecidos mediante una actividad productiva generada por una inversión”.<sup>2</sup>

Para Adrian Bull “resulta muy difícil definir el turismo como actividad e incluso más difícil aún definirlo como sector de la actividad económica. Para hacerlo, habría que definir el turismo como producto, o serie de productos, susceptibles de comercialización y cálculo, lo que puede hacerse si definimos con claridad quién es el comprador (turistas), qué es lo que están comprando (productos turísticos) y cuáles son las conexiones industriales que hacen que estos productos lleguen al ‘mercado turístico’, en contraposición con cualquier otro mercado”.<sup>3</sup>

En este sentido, Antonio Mora y José Luis Córdoba, señalan que identificar los bienes y servicios que pueden ser denominados turísticos por su propia naturaleza es difícil de realizar debido al menos a dos motivos: en primer lugar porque las actividades que realizan los visitantes, y por lo tanto los productos que satisfacen sus necesidades, son múltiples; y en segundo lugar porque estas actividades no son siempre exclusivas de los visitantes sino que también pueden ser objeto de demanda local.<sup>4</sup>

La Comisión Estadística de las Naciones Unidas aprobó en 1993 la Clasificación Internacional Uniforme de Actividades Turísticas (CIUAT), elaborada por la

---

<sup>1</sup> Paci, Enzo, “El papel del turismo en el sistema económico”, *Tabla Intersectorial de la economía turística TIOT 92*, Instituto de Estudios Turísticos, Madrid, 1996, p. 156.

<sup>2</sup> Figuerola Palomo, Manuel, *Introducción al estudio económico del turismo*, Civitas, Madrid, 1999, pp. 14 y 17.

<sup>3</sup> Bull, Adrian O., “Economía del sector turístico”, *Información Comercial Española*, N° 749, Madrid, enero 1996, p. 9.

<sup>4</sup> Mora Sánchez, Antonio y Córdoba Leiva, Jose L., *op.cit.*, p.10.

Organización Mundial del Turismo con el propósito de distinguir qué actividades podían considerarse “características de turismo” y qué bienes y servicios “relacionados con el turismo”, dado el alcance en cierto sentido “ilimitado” del turismo. Así, en su introducción hace notar que la mayoría de las definiciones que se han dado del turismo están formuladas atendiendo al lado de la demanda y definen al turismo como el conjunto agregado de productos y servicios que los turistas adquieren, independientemente de cómo se defina a los turistas. Según este planteamiento, todas las industrias forman parte, en cierto grado, de esa actividad global ocasionada por el gasto de los turistas, porque éstos pueden efectuar y probablemente efectúan gastos en todos los sectores de la economía. Si bien no se puede prescindir de la demanda al definir el alcance del turismo, es preciso trazar con mayor claridad la estructura conceptual de estas actividades desde el punto de vista de la oferta, que es el punto de vista en el que se basan la mayoría de las estadísticas económicas nacionales.<sup>5</sup>

En esta clasificación se denominan “actividades turísticas características” las que muestran un porcentaje de ingresos procedentes del turismo que resulta cuantioso en comparación con el total de ingresos, como las de “agencias de viajes, organizadores de excursiones y guías turísticos”, y se califican como bienes y servicios “relacionados con el turismo” aquéllos para los que una “parte” de sus ventas tiene importancia para el turismo.

La Organización Mundial del Turismo (OMT)<sup>6</sup> resalta la dificultad que entraña encontrar una definición del turismo, y, tras repasar las definiciones más destacables desde 1942, señala que la definición elaborada por la propia OMT y posteriormente adoptada por Naciones Unidas en 1993, comprende los puntos positivos de todas las anteriores. Según esta definición el turismo comprende “las actividades que realizan las personas durante sus viajes y estancias en lugares distintos al de su entorno habitual, por un período de tiempo consecutivo inferior a un año, con fines de ocio, por negocios y otros motivos”. Partiendo de esta definición, que es la que aceptamos en el presente trabajo, pueden distinguirse cuatro elementos básicos en el concepto de actividad turística<sup>7</sup>:

La demanda, constituida por los consumidores de bienes y servicios turísticos, es decir, por todos los tipos de viajeros relacionados con el turismo, denominados visitantes, que pueden clasificarse en las siguientes unidades básicas de turismo<sup>8</sup>:

---

<sup>5</sup> Organización Mundial del Turismo-Naciones Unidas, *Recomendaciones sobre estadísticas del turismo*, Serie M, N° 83, OMT, Nueva York, 1994, pp. 27-28.

<sup>6</sup> Organización Mundial del Turismo, *Introducción al turismo*, OMT, Madrid, 1998, pp. 43-45.

<sup>7</sup> *Ibidem*, pp. 45-56.

<sup>8</sup> Organización Mundial del Turismo-Naciones Unidas, *op. cit.*, pp. 5-13.

- Visitantes internacionales: se designa así a “toda persona que viaja, por un período no superior a doce meses, a un país distinto de aquél en el que tiene su residencia principal, pero fuera de su entorno habitual, y cuyo motivo principal de la visita no es el de ejercer una actividad que se remunere en el país visitado”.
- Visitantes internos: que comprenden a “toda persona que reside en un país y que viaja, por una duración no superior a doce meses, a un lugar dentro del país pero distinto de su entorno habitual, y cuyo motivo principal de la visita no es el de ejercer una actividad que se remunere en el lugar visitado”.

En ambos casos la OMT diferencia, atendiendo a la duración de la estancia, entre turistas o visitantes que pernoctan y excursionistas o visitantes de día.

Respecto a las características regionales, puede hablarse de turismo emisor (el de los residentes de un país que viajan a otro país), turismo receptor (el de los no residentes que viajan dentro del país) y turismo interno (el de los residentes del país que viajan únicamente dentro de este mismo país). Otra clasificación, a partir de la anterior, los agrupa en turismo interior (que incluye turismo interno y receptor), turismo nacional (turismo interno y turismo emisor) y turismo internacional (turismo emisor y receptor).

Por último, cabe mencionar otras clasificaciones, como las que atienden al motivo del viaje (ocio, visitas a parientes y amigos, negocios, etc.), al medio de transporte (aéreo, acuático y terrestre) o alojamiento turístico, todas ellas empleadas con profusión para caracterizar a la demanda turística.

La oferta está constituida por “los productos, servicios y organizaciones involucrados activamente en la experiencia turística”. Según la CIUAT, las actividades características del turismo incluyen las siguientes ramas de producción<sup>9</sup>:

---

<sup>9</sup> Uriel, E., Monfort, V.M., Ferri, J. y Fernández de Guevara, J., *El Sector Turístico en España*, Caja de Ahorros del Mediterráneo, Alicante, 2001, p.44. Estos autores elaboran esta clasificación a partir de la más extensa CIUAT, indicando expresamente que puede ser ampliada.

- Hostelería
  - Hoteles
  - Campings
  - Restaurantes
  - Establecimientos de bebidas
  - Comedores colectivos
  
- Transporte terrestre
  - Transporte por ferrocarril
  - Otros tipos de transporte
  
- Transporte marítimo, de cabotaje y por vías interiores
  - Transporte marítimo
  - Transporte por vías de navegación interiores
  
- Transporte aéreo y espacial
  - Transporte aéreo regular
  - Transporte aéreo discrecional
  
- Actividades anexas a los transportes
  - Actividades de las agencias de viaje y otras actividades de apoyo turístico
  
- Actividades recreativas, culturales y deportivas
  - Actividades de bibliotecas, archivos, museos y otras instituciones culturales
  - Actividades deportivas

Conviene destacar, en este punto, que las agencias de viajes pueden considerarse como operadores del mercado o bien como parte integrante de la oferta turística, según actúen como meros intermediarios o como creadores del producto turístico, respectivamente.

El espacio geográfico es la base física donde se produce el encuentro entre la oferta y la demanda, también definido como “un país, una región o una ciudad hacia el que se dirigen los visitantes, teniéndolo como su principal objetivo”.<sup>10</sup>

Los operadores del mercado son empresas y organismos cuya función principal es facilitar la interrelación oferta-demanda. Entre ellos se encuentran, las agencias de viajes en todas sus modalidades (mayorista, minorista, mayorista-minorista, etc.) y las centrales de reservas.

---

<sup>10</sup> Bull, Adrian O., *The Economics of travel and tourism*, Pitman, Londres, 1991 (tr. española de Begoña Arregui Luco, *La economía del sector turístico*, Alianza editorial, Madrid, 1994, p. 13).

b) Problemas de disponibilidad de datos económicos sobre el turismo.

Para Enzo Paci estos problemas se deben en parte a la movilidad inherente al turismo y a los esfuerzos desplegados por los diversos gobiernos para facilitar sus movimientos, reduciendo al máximo las formalidades. Este autor señala también como conflictivas la complejidad y fuerte segmentación de la demanda y la producción turísticas.

En este sentido pueden señalarse los recientes cambios en las estadísticas de turismo españolas. Desde 1995 se modifica la estimación de las entradas de visitantes a nuestro país y desde 2002 la determinación de las partidas de ingresos y gastos turísticos. Ambas modificaciones han venido motivadas por la incorporación de España a la Unión Europea.

En efecto, la supresión del control en las fronteras intracomunitarias, con la aprobación del acuerdo de Schengen, ha conllevado la eliminación de la fuente de la que se valía el Instituto de Estudios Turísticos para elaborar sus estadísticas de entradas de visitantes; por otra parte, la adopción de la moneda única, el euro, ha supuesto la consiguiente pérdida de información relativa a las partidas de ingresos y gastos turísticos —antes obtenida del Sistema de Registro Bancario (SRB), es decir a partir de datos registrados por el sistema bancario residente—. Como solución se han propuesto dos operaciones estadísticas para la determinación de ambos conceptos: Movimientos Turísticos en Fronteras (Frontur)<sup>11</sup> y Encuesta de Gasto Turístico (Egatur)<sup>12</sup>.

En el documento de la OMT-Naciones Unidas antes citado, se afirma que “en la mayoría de los sistemas estadísticos actuales es imposible documentar adecuada y plenamente la magnitud y el alcance de las actividades económicas relacionadas con el turismo.(...) En muchos países la política pública sigue volcada en la

---

<sup>11</sup> La estadística de “Movimientos Turísticos en Fronteras” (Frontur), es elaborada mensualmente desde 1995 por el Instituto de Estudios Turísticos con la finalidad de estimar el número de entradas de visitantes no residentes en España según las distintas vías de acceso y pasos fronterizos, así como para caracterizar el comportamiento de los turistas durante su estancia en España. Utiliza un sistema mixto: obtiene de los registros administrativos información sobre los medios de transporte utilizados, establece conteos manuales en los pasos fronterizos de carretera y realiza encuestas a la entrada y salida de España por carretera y por aeropuertos. Sus resultados se difunden antes del día 15 del mes siguiente al de referencia. Puede consultarse en página web: [www.iet.tourspain.es](http://www.iet.tourspain.es).

<sup>12</sup> La Encuesta de Gasto Turístico (Egatur), de periodicidad mensual, proporciona información del gasto turístico efectuado por los residentes en España en viajes al extranjero y por los no residentes en sus viajes a España, mediante el análisis de una muestra estratificada que tiene como marco de elevación los datos de entradas de viajeros proporcionados por Frontur. El Instituto de Estudios Turísticos es el responsable directo de la operación y el encargado de realizar los trabajos de campo, mientras que el Instituto Nacional de Estadística es quien obtendrá los resultados finales que serán empleados por el Banco de España para difundir los ingresos y pagos por turismo de la Balanza de Pagos Española. Los primeros resultados de la encuesta se difundirán a lo largo del 2002.

agricultura, la minería y la manufactura, a las que considera como fuentes principales del fortalecimiento económico, sin llegar a apreciar el potencial económico del turismo y de las industrias de servicios en general.”<sup>13</sup>

Para la Organización Mundial del Turismo, la información sobre el papel que el turismo juega en las economías nacionales es, en la actualidad, particularmente deficiente a la hora de recabar datos fiables que permitan su utilización en el diseño de políticas públicas y de estrategia empresarial.

El examen de la documentación generada por los organismos productores de estadísticas turísticas en España permite apuntar rasgos comunes:

- La producción estadística ha sido relativamente escasa, sobre todo si se tiene en cuenta la importancia de la actividad turística en la economía española; hay que señalar que en general “el sector de actividad de los servicios ha sufrido secularmente el ‘olvido’ en los diferentes planes y programas estadísticos”,<sup>14</sup> aunque la implantación del Directorio Central de Empresas (DIRCE) en 1991<sup>15</sup>, actualizado y mejorado en los años siguientes, y la reciente Reglamentación Comunitaria<sup>16</sup> han permitido una mejora sustancial de las estadísticas en el campo de actividad de los servicios.

---

<sup>13</sup> Organización Mundial del Turismo-Naciones Unidas, op.cit., p. 27.

<sup>14</sup> Martínez López, Antonio, “Las estadísticas de Turismo. Su orientación hacia la elaboración de una cuenta satélite de turismo”, *Tabla Intersectorial de la economía turística TIOT 92*, Instituto de Estudios Turísticos, Madrid, 1996, p. 222. En este sentido, del mismo autor: “La estadísticas de turismo del INE: análisis y metodología”, *Información Comercial Española*, 752, Madrid, abril 1996, pp. 55-63.

<sup>15</sup> El Directorio Central de Empresas (DIRCE) constituye una de las actividades corrientes de la Dirección General de Estadísticas de Empresas e Instituciones del INE y es el principal resultado de las actividades del Proyecto de Integración de Directorios Económicos (PIDE) formulado a finales del año 1989 con la finalidad de implantar un directorio centralizado y permanente de unidades estadísticas basado en la utilización de fuentes administrativas. El DIRCE constituye una estimación oficial del tamaño y composición de la población de empresas españolas. Su objetivo básico es hacer posible la realización de encuestas por muestreo dirigidas a empresas. Referencia: *Directorio Central de Empresas (DIRCE): Resultados estadísticos 1996*, INE, Madrid, 1996, pp. 7- 13.

<sup>16</sup> El Reglamento (CE, EURATOM) No 58/97 de Consejo, de 20 de diciembre de 1996, relativo a las Estadísticas Estructurales de Empresas (“Diario Oficial de las Comunidades Europeas”, número L 14 , de 17 de enero de 1997) dictado con el objetivo de “establecer un marco común para la recopilación, elaboración, transmisión y evaluación de estadísticas comunitarias sobre la estructura, actividad, competitividad y rendimiento de las empresas en la Comunidad” (Art.1), establece criterios, plazos de elaboración y un conjunto de datos anuales a proporcionar por todos los Estados Miembros de la Unión Europea, relativos a los sectores de la Industria, Construcción y Servicios.



- El proceso de elaboración estadística es discontinuo<sup>17</sup>, fenómeno que puede observarse en el seguimiento de cualquiera de las estadísticas del sector (sirva como ejemplo el colectivo de las agencias de viajes, que, como se desarrollará en el Capítulo 4, se ha estudiado sólo de forma muy puntual), si bien la década de los 90, y de manera especial su segunda mitad, ha traído un avance espectacular al regularizarse la elaboración de estadísticas del sector a través de la Encuesta Anual de Servicios<sup>18</sup>.
- La desconexión institucional se ha visto reflejada en las disparidades de los resultados obtenidos por unas y otras instituciones y en la dificultad de determinar a qué organismo corresponde la tarea de cubrir las lagunas existentes en las estadísticas turísticas<sup>19</sup>; la OMT recomendó crear una plataforma institucional para evitar el “divorcio en materia estadística” detectado en los organismos productores de estadísticas y suministradores de información turística básica para la elaboración de la primera Cuenta Satélite de Turismo. En España están representadas en esta plataforma el Instituto de Estudios Turísticos, el Banco de España y el Instituto Nacional de Estadística.

Los investigadores en el ámbito del turismo han contado con estos condicionamientos y han debido sortearlos para efectuar sus trabajos. Cabe destacar el trabajo desempeñado por el Instituto de Estudios Turísticos por “su intensa dedicación al estudio de los hechos económicos de la Actividad Turística”,<sup>20</sup> así como el “esfuerzo de profesores universitarios o investigadores que, a pesar de las limitaciones existentes, han realizado aisladamente y con equipos reducidos importantes actividades científicas y de reconocimiento nacional e internacional”<sup>21</sup>. Como observa Venancio Bote, las universidades e instituciones públicas no han potenciado la investigación turística durante las cuatro últimas décadas, por lo que la actividad científica sobre el turismo ha carecido del reconocimiento necesario. Esta situación parece modificarse en los últimos años con “el paulatino, aunque todavía insuficiente, acercamiento entre la universidad y turismo”, caracterizado por un excesivo individualismo, con escasos grupos de investigación consolidados<sup>22</sup>.

<sup>17</sup> Quevedo, José, “Las estadísticas de turismo en el Instituto Nacional de Estadística: 1959-1993”, *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, pp. 67.

<sup>18</sup> De Castro, Miguel A., “Las estadísticas del turismo del INE en la actualidad (1994-2000)”, *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, pp. 75-102.

<sup>19</sup> Quevedo, José, op.cit., pp. 67-68.

<sup>20</sup> Figuerola Palomo, Manuel, “Los trabajos de investigación de la economía del turismo en el Instituto de Estudios Turísticos (1974-1993)”, *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, p. 17.

<sup>21</sup> Bote Gómez, Venancio, “Promoción y gestión de la investigación turística en el Consejo Superior de Investigaciones Científicas (CSIC)”, *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, p. 182.

<sup>22</sup> Esteban, Agueda, “La investigación turística en la Universidad Española”, *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, pp. 177-178.

### c) Concepción económica restrictiva de la importancia del turismo

El turismo se comporta como una de las actividades más dinámicas de la economía española. El movimiento de turistas en fronteras, los ingresos de la balanza de pagos por turismo o las pernoctaciones hoteleras ratifican esta tendencia. Y sin embargo, como señala gráficamente Mazón, durante muchos años “el turismo ha estado prácticamente abandonado a su suerte” y ha sido ya bien entrados los noventa cuando ha empezado a ser considerado, aunque todavía no en toda su magnitud<sup>23</sup>.

Este desconocimiento se plasma en el artículo de Daniel Fernández Gutiérrez, “El sector Turístico, ese gran desconocido”, publicado en 1984, en el que se afirma que “el Sector Turístico Español, en sus dos aspectos, hotelero y de agencias de viajes, es casi un gran desconocido en nuestro país, desconocimiento que me atrevería a afirmar llega incluso hasta una parte significativa de los niveles más altos de la Administración, el Empresario, tanto público como privado, y sus organismos, y otros sectores de la actividad económica española, ya que para colmo —y ello hay que decirlo en pro del mismo— el Sector ha superado sin traumas ni estridencias la gran crisis contemporánea iniciada en 1973, y ha sobrevivido en condiciones a veces muy difíciles, pero dignamente y con un elevado índice de mantenimiento y a veces incluso creación de empleo, hasta este año de 1984 que se vislumbra ya, a través de los meses transcurridos y las perspectivas cercanas, como muy favorable.”<sup>24</sup>

De forma similar se expresa Enzo Paci una década más tarde: “la idea de que el turismo no representa más que una actividad transitoria y sometida a fuertes fluctuaciones ha persistido a lo largo de muchos años. Tuvo que ocurrir la crisis del petróleo del año 1973, la guerra del Golfo en 1991 y las recesiones económicas de principios de los noventa para demostrar hasta qué punto del turismo resistía mejor los avatares económicos que los demás sectores de producción.”<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup> Mazón, Tomás, *Sociología del turismo*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2001, p. 37.

<sup>24</sup> Gutiérrez Fernández, Daniel, “Los problemas de las empresas turísticas en la actual coyuntura económica”, *Situación, I*, Servicio de Estudios del Banco de Bilbao, 1984, pp. 52-53.

<sup>25</sup> Paci, Enzo, *op.cit.*, p. 156.

La realización del análisis de la creación de valor en las agencias de viajes adolece de las siguientes limitaciones:

- La falta de consenso en torno al concepto preciso de turismo a pesar de la definición propuesta por la OMT.
- La dificultad de disponibilidad de datos económicos sobre turismo, ya que la producción estadística en España, acerca del sector servicios en general y especialmente sobre el sector turístico, se ha caracterizado por su escasez, discontinuidad así como por la desconexión institucional entre los organismos productores de estadísticas y suministradores de información turística básica.
- Concepción económica restrictiva de la importancia del turismo. El turismo ha sido considerado una actividad transitoria, con escaso reconocimiento por parte de las administraciones públicas, los investigadores, los educadores y los profesionales del sector.

## 2. El Papel del Turismo en el Sistema Económico.

Este estudio introductorio aborda a las magnitudes turísticas más relevantes a nivel mundial y regional, haciendo especial referencia al caso español, por su influencia en la actividad de las agencias de viajes. Los datos utilizados corresponden fundamentalmente a los años objeto del análisis de la creación de valor en el sector.

### 2.1. El turismo en el mundo.

#### 2.1.1. El turismo internacional.

El dinamismo del turismo como actividad económica se muestra, en primer lugar, por la evolución creciente del turismo internacional, cuantificada en términos de llegadas de turistas internacionales y de ingresos derivados de ellas. El sustancial crecimiento de la actividad turística ha llevado a calificar al turismo como uno de los fenómenos económicos y sociales más destacables del siglo XX<sup>1</sup>.

Según datos de la OMT<sup>2</sup>, en el año 2000 se registraron 698 millones de llegadas de turistas a escala mundial, lo que representa un incremento del 7 por ciento, es decir, casi el doble del crecimiento experimentado en 1999. En términos absolutos, esta cifra supuso un incremento de casi 50 millones de turistas internacionales, cantidad equivalente al volumen de visitantes que reciben grandes destinos como España y los Estados Unidos en todo un año. El número de llegadas internacionales muestra

---

<sup>1</sup> Para Figuerola Manuel no resulta muy procedente la definición del turismo como fenómeno socioeconómico, y “aunque pudiera aceptarse el criterio de considerar al turismo como un fenómeno social que creció de manera sorprendente durante la década 1950 y 1970, hoy tal criterio debe rechazarse ya que la misma evolución y tendencias del turismo, lo han convertido en algo sensible a los comportamientos y decisiones del viajero como es toda actividad humana.” (Figuerola Palomo, Manuel, *Introducción al estudio económico del turismo*, Civitas, Madrid, 2000, pp. 18 y 22).

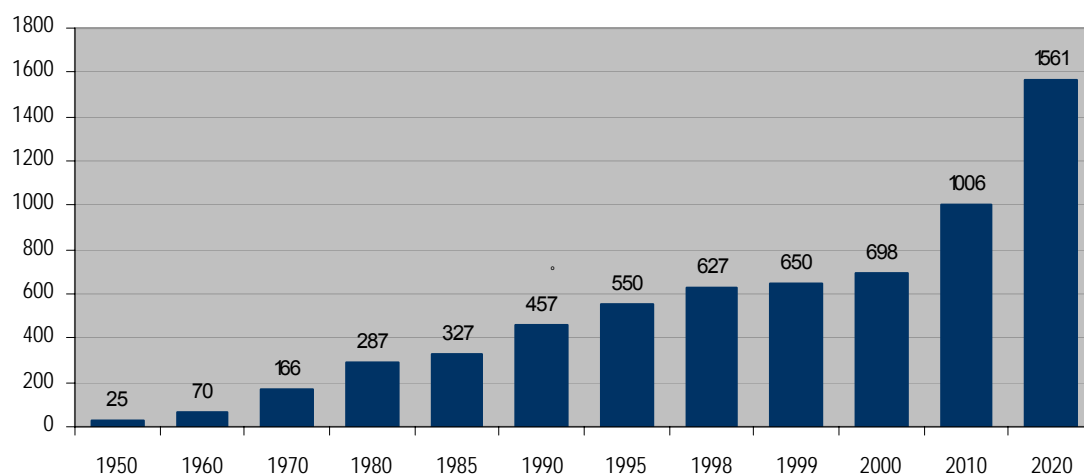
<sup>2</sup> La Organización Mundial del Turismo (OMT) es la principal organización internacional en el campo del turismo. Desde su sede en Madrid, se ocupa de promover y desarrollar el turismo conforme al mandato de 138 países y territorios, para fomentar la paz y la comprensión internacional, el desarrollo económico y el comercio internacional. Con más de 350 miembros afiliados, pertenecientes a los sectores privado y público, es la única organización intergubernamental que sirve de foro mundial para debatir las políticas y cuestiones turísticas. Los datos manejados en este capítulo se han obtenido de dos publicaciones recientes de la OMT:

*Tendencias de los mercados turísticos: Panorama mundial y actualidad del turismo*, OMT, Madrid, 2001, pp. 11-17 y 32-44.

*Comité para la Reactivación del Turismo en la Región Mediterránea*, Reunión del Comité de 30 de enero, OMT, Madrid, 2002, pp. 1-9.

una evolución desde cerca de 25 millones en 1950 a 698 en 2000, lo que representa una tasa de crecimiento anual media del 7 por ciento (Gráfico 2.1).

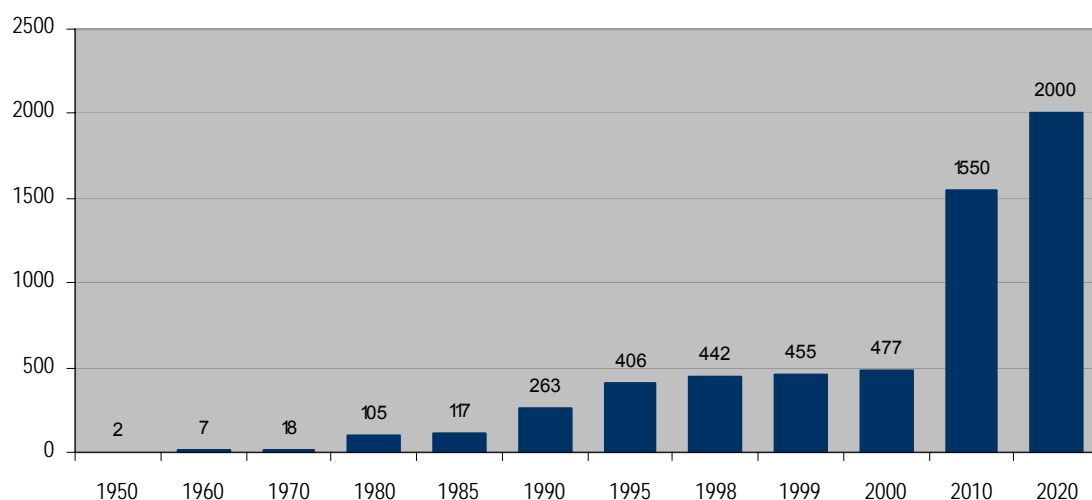
Gráfico 2.1. Llegadas de turistas internacionales (millones).



Fuente: OMT y elaboración propia.

En el mismo período los ingresos por turismo internacional crecieron de 2 millones de dólares en 1950 a 477 en 2000, a una media anual del 12 por ciento. (Gráfico 2.2)

Gráfico 2.2. Ingresos por turismo internacional (excluido el transporte aéreo) en miles de millones de dólares EE.UU.



Fuente: OMT y elaboración propia.

Las previsiones de la OMT apuntan a una duplicación del número de turistas a escala mundial entre 1990 y 2010, con unas 1000 millones de llegadas para finales de la primera década del siglo XXI, alcanzando en el año 2020 la espectacular cifra de 1561 millones. Los ingresos por turismo internacional (excluido el transporte aéreo) ascenderían en el 2010 a 1,550 billones de dólares EEUU, es decir, casi seis veces el importe de 1990, superando los 2 billones para el año 2020<sup>3</sup> (Gráficos 2.1 y 2.2).

Esta evolución, como señala Enzo Paci, “obedece al rápido desarrollo del sector servicios durante estas últimas décadas, al cual los gobiernos han empezado a conceder el reconocimiento apropiado. Los países son cada vez más conscientes de la importancia económica del turismo por su capacidad de generar divisas, crear empleos, así como su impacto multiplicador de la economía y su contribución a la creación de pequeñas y medianas empresas.”<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Para más información sobre previsiones, se puede consultar la serie de informes de la OMT, compuesta de un volumen resumen y seis volúmenes regionales, entre ellos:

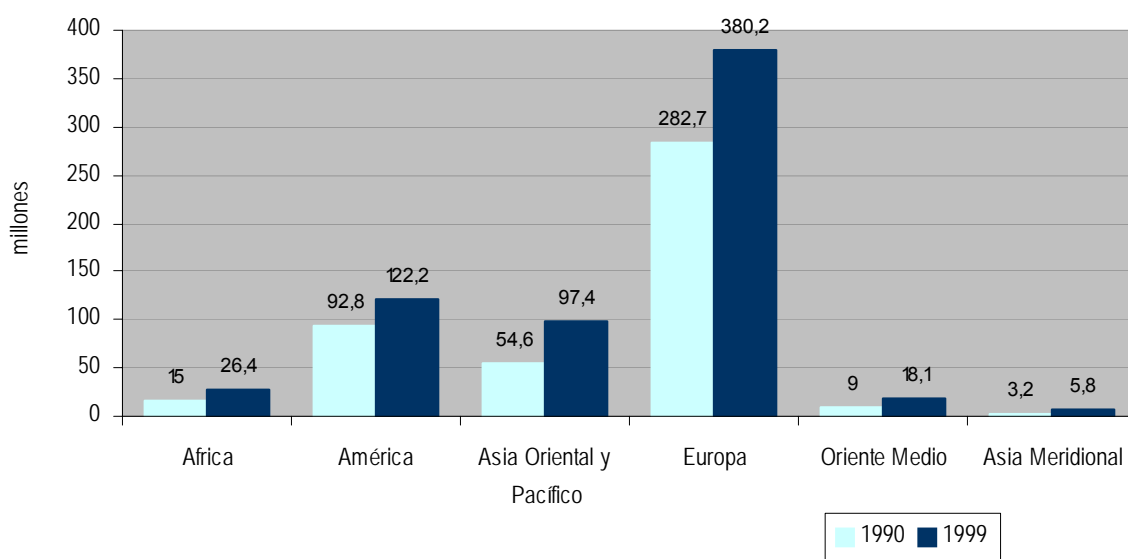
*Tourism 2020 Vision: Global Forecasts and Profiles of Market Segments*, WTO, Madrid, 2001.

*Tourism 2020 Vision: Europe*, WTO, Madrid, 2001.

<sup>4</sup> Paci Enzo, op. cit., p. 155.

Desde el punto de vista de destinos turísticos, la OMT considera diferentes regiones mundiales: África, América, Asia Oriental y Pacífico, Europa, Oriente Medio y Asia del Sur.<sup>5</sup> Según los datos históricos de la OMT, todas las regiones del mundo experimentaron un incremento tanto en las llegadas de turistas internacionales como en los ingresos por turismo internacional, tal como reflejan los Gráficos 2.3 y 2.4, elaborados para los años 1990 y 1999.

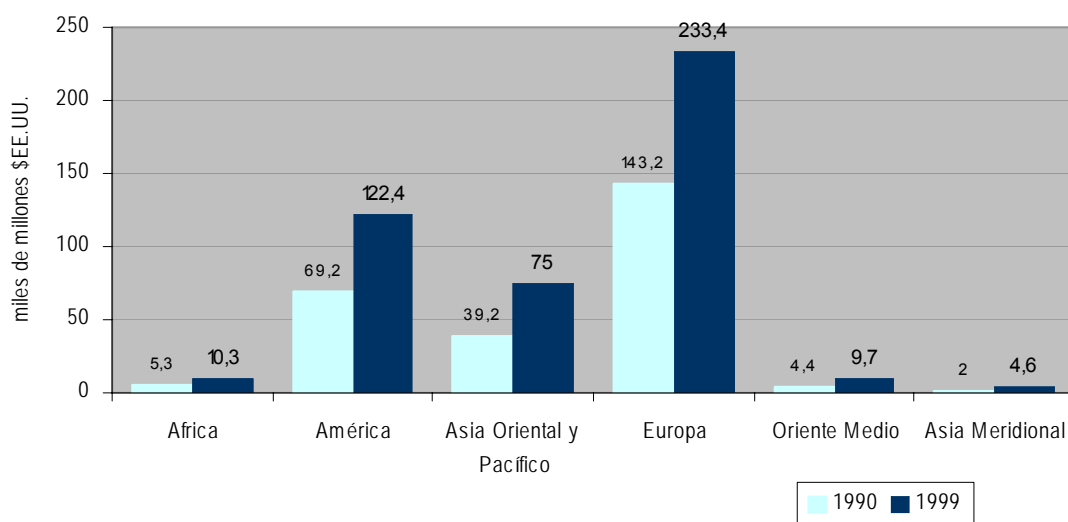
Gráfico 2.3. Llegadas de turistas internacionales por regiones.



Fuente: OMT y elaboración propia.

<sup>5</sup> Organización Mundial del Turismo, *Introducción al turismo*, OMT, Madrid, 1998, pp. 20-30.

Gráfico 2.4. Ingresos por turismo internacional por regiones.



Fuente: OMT y elaboración propia.

El estudio por regiones en el período 1990-1999 permite afirmar, de forma análoga a como ocurría a nivel mundial, que los ingresos por turismo internacional por región crecen en mayor porcentaje que las llegadas de turistas internacionales (Tablas 2.1 y 2.2).

Tabla 2.1. Evolución de las llegadas de turistas internacionales por regiones.

|                          | 1990     |      | 1995     |      | 1999     |      | Tasa de Variación 90-95 | Tasa de Variación 95-99 | Tasa de Variación 90-99 |
|--------------------------|----------|------|----------|------|----------|------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
|                          | millones | %    | millones | %    | millones | %    |                         |                         |                         |
| Mundo                    | 457      | 100% | 550      | 100% | 650      | 100% | 20%                     | 18%                     | 42%                     |
| África                   | 15       | 3%   | 20,1     | 4%   | 26,4     | 4%   | 34%                     | 31%                     | 76%                     |
| América                  | 92,8     | 20%  | 108,9    | 20%  | 122,2    | 19%  | 17%                     | 12%                     | 32%                     |
| Asia Oriental y Pacífico | 54,6     | 12%  | 81,4     | 15%  | 97,4     | 15%  | 49%                     | 20%                     | 78%                     |
| Europa                   | 282,7    | 62%  | 323,4    | 59%  | 380,2    | 58%  | 14%                     | 18%                     | 34%                     |
| Oriente Medio            | 9        | 2%   | 12,4     | 2%   | 18,1     | 3%   | 38%                     | 46%                     | 101%                    |
| Asia Meridional          | 3,2      | 1%   | 4,2      | 1%   | 5,8      | 1%   | 31%                     | 38%                     | 81%                     |

Fuente: OMT y elaboración propia.



Tabla 2.2. Ingresos por turismo internacional por regiones.

|                          | 1990  |      | 1995  |      | 1999  |      | Tasa de Variación 90-95 | Tasa de Variación 95-99 | Tasa de Variación 90-99 |
|--------------------------|-------|------|-------|------|-------|------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
|                          | \$*   | %    | \$*   | %    | \$*   | %    |                         |                         |                         |
| Mundo                    | 263,4 | 100% | 406,2 | 100% | 455,1 | 100% | 54%                     | 12%                     | 73%                     |
| África                   | 5,3   | 2%   | 8,1   | 2%   | 10,3  | 2%   | 53%                     | 27%                     | 94%                     |
| América                  | 69,2  | 26%  | 99,6  | 25%  | 122,4 | 27%  | 44%                     | 23%                     | 77%                     |
| Asia Oriental y Pacífico | 39,2  | 15%  | 74,5  | 18%  | 75    | 16%  | 90%                     | 1%                      | 91%                     |
| Europa                   | 143,2 | 54%  | 212,8 | 52%  | 233,4 | 51%  | 49%                     | 10%                     | 63%                     |
| Oriente Medio            | 4,4   | 2%   | 7,6   | 2%   | 9,7   | 2%   | 73%                     | 28%                     | 120%                    |
| Asia Meridional          | 2     | 1%   | 3,5   | 1%   | 4,6   | 1%   | 75%                     | 31%                     | 130%                    |

Fuente: OMT y elaboración propia.

\$\*: miles de millones de dólares EE.UU.

Como se observa en las tablas anteriores, el peso del turismo internacional es diferente en cada una de las regiones del mundo, ya que el grado de desarrollo del turismo no ha seguido el mismo ritmo de crecimiento en todas ellas. Se puede considerar que los flujos turísticos se han desarrollado, sobre todo, entre países desarrollados para, desde ellos, ir difundándose hacia países en desarrollo y regiones periféricas.

Europa y América son, por este orden, las primeras regiones de destino de los turistas, al absorber, respectivamente, el 58% y 19% de las llegadas en 1999. Se observa, sin embargo, que su cuota de mercado ha descendido respecto a 1990, consecuencia de un proceso de redistribución de los flujos turísticos debido a la competitividad de nuevas regiones como Asia Oriental y el Pacífico, África y Oriente Medio (Gráficos 2.5 y 2.6). Según las previsiones de la OMT, esta competitividad conducirá a la disminución de las cuotas europea y americana, situándolas en el 46% y 18%, respectivamente, en el año 2020. Europa seguirá absorbiendo el mayor porcentaje de las llegadas mundiales, pero la importante contracción de su cuota convertirá a la región de Asia Oriental y Pacífico en la segunda preferida por los turistas, con una cuota del 25 por ciento, que relegará a América al tercer puesto.

Gráfico 2.5. Llegadas de turistas internacionales. Cuota de mercado 1990.

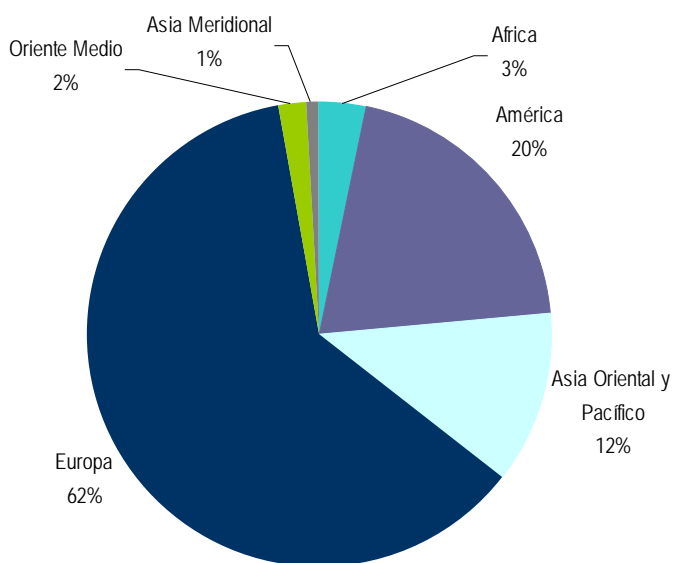
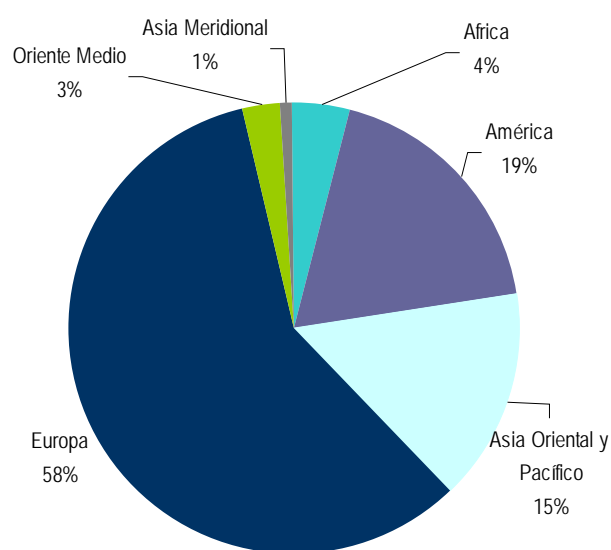


Gráfico 2.6. Llegadas de turistas internacionales. Cuota de mercado 1999.



Fuente: OMT y elaboración propia.

Europa y América son, igualmente, las primeras regiones desde la perspectiva de los ingresos por turismo internacional, con cuotas del 51% y 27%, respectivamente, para 1999, si bien se observa igualmente un proceso de redistribución de los ingresos que en este caso mejora las cuotas de América y Asia Oriental y Pacífico en detrimento de la europea (Gráficos 2.7 y 2.8).

Gráfico 2.7. Ingresos por turismo internacional. Cuota de mercado 1990.

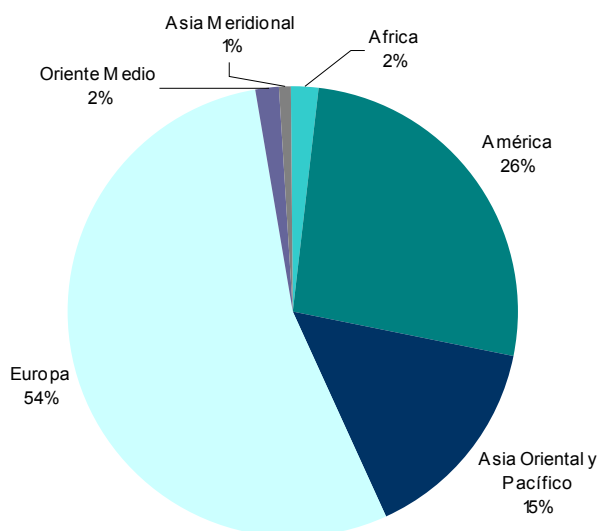
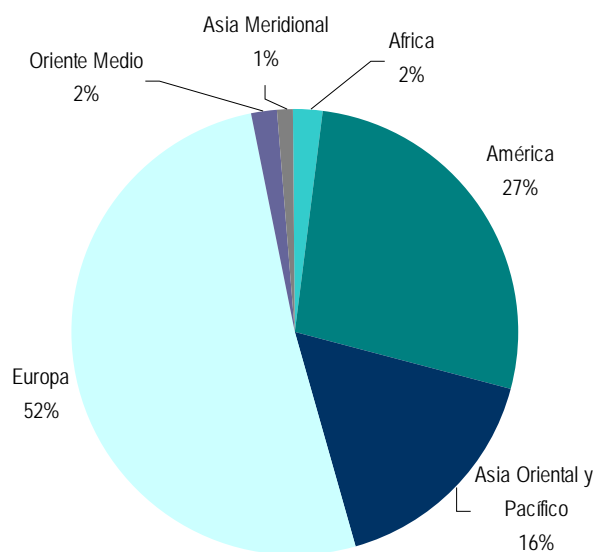


Gráfico 2.8. Ingresos por turismo internacional. Cuota de mercado 1999.



Fuente: OMT y elaboración propia.

Respecto al turismo emisor, observamos de nuevo una concentración regional —de Europa<sup>6</sup> y América procedieron el 77,4 por ciento de los turistas en 1999— que también desciende de 1990 a 1999, por la importante proliferación de mercados generadores de turismo. Europa constituye el principal mercado emisor, al generar más de la mitad de todas las llegadas turísticas internacionales, mientras que Asia Oriental y Pacífico es la región con mayor crecimiento.

Descendiendo al análisis por países, como se observa en las Tablas 2.3 y 2.4, en 1999 Francia es el principal destino turístico mundial, con una cuota del 11%, seguido de Estados Unidos (7,5%), España (7,2%) e Italia (5,6%), manteniéndose esta clasificación en el año 2000.

<sup>6</sup> Para Agueda Esteban, los europeos “configuran un mercado turístico intrarregional”, ya que Europa recibe el mayor porcentaje de turistas internacionales y estos son principalmente europeos. (Esteban Talaya, Águeda, “Análisis del comportamiento del turismo en España y en la Unión Europea” en AAVV, *La economía española ante la Unión Monetaria Europea*, coordinado por José A. Nieto, Síntesis, Madrid, 1997, p. 302)

Tabla 2.3. Los cinco primeros destinos turísticos del mundo.

| País           | Rango | 1999     |                  | Rango | 2000     |                  |
|----------------|-------|----------|------------------|-------|----------|------------------|
|                |       | Millones | Cuota de mercado |       | Millones | Cuota de mercado |
| Francia        | 1     | 73       | 11%              | 1     | 75.6     | 10.8%            |
| Estados Unidos | 2     | 48.5     | 7.5%             | 2     | 50.9     | 7.3%             |
| España         | 3     | 46.8     | 7.2%             | 3     | 48.2     | 6.9%             |
| Italia         | 4     | 36.5     | 5.6%             | 4     | 41.2     | 5.9%             |
| China          | 5     | 27       | 4.15%            | 5     | 31.2     | 4.5%             |

Fuente: OMT y elaboración propia.

Del total de ingresos registrados por turismo internacional en 1999, Estados Unidos es el principal receptor, con una cuota de mercado del 16,5 por ciento, seguido de tres destinos mediterráneos importantes: España (7,1%), Francia (6,9%) e Italia (6,2%). Esta clasificación por ingresos recibidos se mantiene en el 2000, si bien con una mejora de la cuota de Estados Unidos en detrimento de las cuotas mediterráneas (Tabla 2.4).

Tabla 2.4. Los cinco primeros países del mundo en ingresos por turismo.

| País           | Rango | 1999                               |                  | Rango | 2000                               |                  |
|----------------|-------|------------------------------------|------------------|-------|------------------------------------|------------------|
|                |       | Miles de millones de dólares EE.UU | Cuota de mercado |       | Miles de millones de dólares EE.UU | Cuota de mercado |
| Estados Unidos | 1     | 74.9                               | 16.5%            | 1     | 85.1                               | 17.8%            |
| España         | 2     | 32.5                               | 7.1%             | 2     | 31.4                               | 6.6%             |
| Francia        | 3     | 31.5                               | 6.9%             | 3     | 29.9                               | 6.3%             |
| Italia         | 4     | 28.4                               | 6.2%             | 4     | 27.5                               | 5.8%             |
| Reino Unido    | 5     | 20.2                               | 4.4%             | 5     | 19.5                               | 4.1%             |

Fuente: OMT y elaboración propia.

El turismo internacional se ha venido caracterizando por su concentración en el espacio, al disponer un pequeño número de destinos de la mayoría de los movimientos turísticos. Sin embargo, en la actualidad el turismo experimenta no sólo una fuerte expansión general, sino también una creciente tendencia a la diversificación geográfica: cada año se amplía la oferta de destinos y emergen nuevas oportunidades en cada país.

El fraccionamiento de las vacaciones, la complejidad de la demanda turística y la mejora en las condiciones que impulsan el desarrollo turístico están contribuyendo en gran medida a este proceso. En 1950 los cinco primeros países por llegadas de turistas internacionales acapararon el 71 por ciento del mercado mundial, circunstancia que revela la fuerte concentración geográfica de las llegadas de turistas; en el año 2000 dicha cuota descendió al 35 por ciento debido a la diversificación gradual de los mercados turísticos.

Tabla 2.5. Principales destinos turísticos por llegadas de turistas internacionales.

| Rango        | 1950           | Cuota Mundial | 1970           | Cuota Mundial | 1990           | Cuota Mundial | 2000              | Cuota Mundial |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|-------------------|---------------|
| 1            | Estados Unidos |               | Italia         |               | Francia        |               | Francia           |               |
| 2            | Canada         |               | Canada         |               | Estados Unidos |               | Estados Unidos    |               |
| 3            | Italia         | 71%           | Francia        | 43%           | España         | 38%           | España            | 35%           |
| 4            | Francia        |               | España         |               | Italia         |               | Italia            |               |
| 5            | Suiza          |               | Estados Unidos |               | Hungría        |               | China             |               |
| 6            | Irlanda        |               | Austria        |               | Austria        |               | Reino Unido       |               |
| 7            | Austria        |               | Alemania       |               | Reino Unido    |               | Fed. de Rusia     |               |
| 8            | España         | 17%           | Suiza          | 22%           | Mexico         | 19%           | Mexico            | 15%           |
| 9            | Alemania       |               | Yugoslavia     |               | Alemania       |               | Canada            |               |
| 10           | Reino Unido    |               | Reino Unido    |               | Canada         |               | Alemania          |               |
| 11           | Noruega        |               | Hungría        |               | Suiza          |               | Austria           |               |
| 12           | Argentina      |               | Checoslovaquia |               | China          |               | Polonia           |               |
| 13           | Mexico         | 9%            | Bélgica        | 10%           | Grecia         | 11%           | Hungría           | 11%           |
| 14           | Países Bajos   |               | Bulgaria       |               | Portugal       |               | Hong Kong (China) |               |
| 15           | Dinamarca      |               | Rumanía        |               | Malasia        |               | Grecia            |               |
|              | Otros          | 3%            | Otros          | 25%           | Otros          | 33%           | Otros             | 38%           |
| <b>Total</b> |                | 25 millones   |                | 166 millones  |                | 457 millones  |                   | 698 millones  |

Fuente: OMT.

En este contexto, España se ha caracterizado por ser uno de los principales destinos turísticos del mundo, elevando su puesto desde el octavo lugar en 1950 al tercero en 2000, con una cuota de mercado del 7 por ciento. Esta evolución favorable justifica en parte el notable incremento del número de agencias de viajes, como se pondrá de manifiesto en el Capítulo 4.

### 2.1.2. El turismo interno.

Como señala la OMT, el turismo internacional es sólo la punta del iceberg, ya que si se incluyen los visitantes de día y el alojamiento en casas privadas, el volumen total del turismo interno e internacional se estima en más de 3000 millones de viajeros en 1998, con ingresos que ascendieron a 1,7 billones de dólares EE.UU. En muchos países los turistas internos representan hasta un 70 por ciento de las estancias en hoteles y otros tipos de alojamiento colectivo.<sup>7</sup>

En España el turismo interno es una asignatura pendiente desde el punto de vista estadístico, pues no existen datos fiables acerca de su verdadera magnitud. No obstante, se estima en un elevado porcentaje que se espera poder aproximar a través del estudio del turismo a segundas viviendas.

### 2.1.3. Incidencia del turismo en la economía mundial.

El simple recuento de llegadas e ingresos de turistas internacionales resulta insuficiente para conocer la importancia del turismo en la economía mundial, por lo que hay que recurrir a la utilización de los siguientes indicadores:

#### Contribución al PIB.

Si bien en tanto no se generalice la implantación de la cuenta satélite de turismo resultará difícil calcular fiablemente el porcentaje del PIB mundial correspondiente al turismo, la OMT estima que el turismo doméstico e internacional aporta actualmente entre el 3 y 5 por ciento del PIB mundial, constituyendo unos de los principales motores del crecimiento económico<sup>8</sup>. Las previsiones apuntan a que el turismo seguirá creciendo en los próximos años y su aportación a la economía irá ligada al crecimiento de la misma. Según la OMT, más de 1000 millones de turistas internacionales viajarán en el año 2010 y se calculan 1561 millones para el 2020; los ingresos por turismo alcanzarán la cifra de 1,5 billones en el 2010 y de 2 billones en el 2020.

---

<sup>7</sup> Organización Mundial del Turismo, *Incidencia económica del turismo. Una cuenta satélite de turismo para averiguar lo más esencial*, OMT, Madrid, 1999.

<sup>8</sup> *Ibidem*.

Si relacionamos el crecimiento del PIB mundial con el crecimiento de la llegada de turistas en el período 1975-2000 observamos que el turismo creció un 35 por ciento más rápido que el PIB<sup>9</sup>.

#### Contribución al equilibrio de la balanza de pagos.

Los ingresos por turismo internacional y viajes internacionales (ingresos relacionados con el transporte de residentes de otros países) supusieron, en 1999, el 8 por ciento del total de los ingresos por exportaciones mundiales de bienes y servicios, siendo, según un informe de la OMT realizado en 1998, una de las cinco primeras fuentes de divisas para el 83 por ciento de los países y la principal para el 38 por ciento de ellas.<sup>10</sup>

Tabla 2.6. Ingresos mundiales por exportaciones, 1999.

| Total mundial de exportaciones de bienes y servicios entre ellas: | Miles de millones de dólares EE.UU. | %   |
|---|-------------------------------------|-----|
|   | 6.890                               | 100 |
| 1. Turismo  | 555                                 | 8.1 |
| Ingresos por turismo internacional                                | 455                                 | 6.6 |
| Ingresos por transporte internacional                             | 100                                 | 1.5 |
| 2. Productos de la industria automotriz                           | 549                                 | 8.0 |
| 3. Productos químicos   | 526                                 | 7.6 |
| 4. Productos alimenticios   | 437                                 | 6.3 |
| 5. Combustibles   | 401                                 | 5.8 |
| 6. Ordenadores y equipo para oficina                              | 394                                 | 5.7 |
| 7. Textiles y prendas de vestir                                   | 334                                 | 4.8 |
| 8. Equipo para telecomunicaciones                                 | 289                                 | 4.2 |
| 9. Prod, industria extractiva (excluidos combustibles)            | 155                                 | 2.3 |
| 10. Hierro y acero  | 126                                 | 1.8 |

Fuente: OMT.

<sup>9</sup> Organización Mundial del Turismo, *Tendencias de los mercados turísticos: Panorama mundial y actualidad del turismo*, OMT, Madrid, 2001, p. 42.

<sup>10</sup> *Ibidem*, p. 41.

### Contribución a la creación de empleo.

Como señala Bull<sup>11</sup>, el turismo es, en comparación con otros sectores, un alto empleador de trabajo por unidad monetaria de renta del sector. La intensidad del trabajo suele ser alta, debido al importante elemento de servicios que lleva consigo la actividad turística. La nueva tecnología incorporada a las empresas turísticas posibilita una mejor asignación de recursos humanos, mediante la consiguiente reducción de recursos ociosos y mayor productividad de los disponibles.

La división estadística de la Unión Europea, EUROSTAT, estima que hay 9 millones de puestos de trabajo turísticos directos en la Unión Europea y la OMT estima este importe en 115 millones en todo el mundo, lo cual supone un 4 por ciento del total mundial. Asimismo la creación de nuevos puestos de trabajo ha sido 1,5 veces más rápida que la media mundial en los últimos quince años<sup>12</sup>, y puede afirmarse que varios millones más de puestos de trabajo indirectos pueden atribuirse al sector turístico en virtud del efecto en cadena que caracteriza a la economía.

### Contribución de la actividad turística al aumento y distribución de la renta.

El turismo constituye una importante alternativa para la mejora económica del nivel de vida de la población residente.

La renta procedente de la actividad turística puede deberse tanto al turismo interno como al internacional. En el primer caso, supone una reasignación en el gasto total de consumo de la economía nacional, ya que los consumidores deciden dejar de gastar en otras partidas para gastar en turismo y el flujo monetario que se origina permite una redistribución regional de la renta nacional. El turismo internacional, por otra parte, origina la entrada de renta procedente de otros países o regiones del mundo, posibilitando una reasignación de la renta mundial.<sup>13</sup>

### La nueva Cuenta Satélite del Turismo en España.

En cuanto a la medición de la importancia del turismo, cabe señalar que desde 1995 la Organización Mundial del Turismo (OMT) ha venido impulsando el desarrollo del proyecto Cuenta Satélite del Turismo (CST) para promover la armonización y comparación, tanto nacional como internacional, de los resultados

---

<sup>11</sup> Bull, Adrian O., "Economía del sector turístico", *Información Comercial Española*, N° 749, Madrid, enero 1996, p. 12.

<sup>12</sup> Organización Mundial del Turismo, *Incidencia económica del turismo. Una cuenta satélite de turismo para averiguar lo más esencial*, OMT, Madrid, 1999.

<sup>13</sup> Bull, Adrian O., op. cit., p. 11.



estadísticos turísticos, necesarios para cuantificar y analizar el impacto del turismo. La CST integra las diferentes perspectivas y las diversas fuentes estadísticas de turismo (demanda y oferta)<sup>14</sup> con la finalidad de obtener una visión global de la importancia macroeconómica del turismo, mediante indicadores como su aportación al PIB, al equilibrio exterior o al empleo. La denominación “satélite” ha sido acuñada por las Naciones Unidas “para medir el volumen de los sectores económicos que no se diferencian por propio derecho como tales en las cuentas nacionales”, de modo que estas cuentas funcionan paralelamente con las mencionadas cuentas nacionales y se nutren de cada sector sin perturbar por ello los totales nacionales<sup>15</sup>.

Los beneficios de la actividad turística no se reducen a los obtenidos por las empresas con actividades “características de turismo”, es decir, hoteles, restaurantes o agencias de viajes, sino que se extienden al resto del tejido empresarial mediante el efecto multiplicador, “en la medida en que las empresas de la industria turística que reciben la renta reponen sus stocks, renuevan sus materiales o mobiliario, pagan a proveedores, pagan salarios, impuestos, tasas, facturas de gas, luz, agua, seguros, etc.”<sup>16</sup>. Olvidar esta interdependencia del sistema económico supondría infravalorar el peso del turismo y también olvidar que la estabilidad futura de la demanda turística no depende únicamente del comportamiento económico de los oferentes directos sino fundamentalmente de la dinámica y calidad del resto de las actividades que, seguramente de forma desconocida, abastecen indirectamente al turista.<sup>17</sup>

Este impacto se ha analizado tradicionalmente a través de las tablas Input-Output que “muestran las relaciones de interdependencia que se dan entre los distintos sectores de la economía, permitiendo el estudio de la incidencia que tiene el gasto turístico no sólo sobre la economía en general, sino también sobre un sector concreto de la misma”<sup>18</sup> pero en adelante se analizará a través de la nueva Cuenta Satélite de Turismo, cuyas metodología y primeras estimaciones —para los años 1996 a 1999— han sido publicadas en España en mayo de 2002.

---

<sup>14</sup> Una enumeración de las estadísticas necesarias para la elaboración de la CST puede encontrarse en: Nieto, Caridad, “Metodología y análisis del turismo desde la perspectiva de la Contabilidad Nacional. Las Cuentas Satélite del Turismo”, *Información Comercial Española*, N° 749, Madrid, enero 1996, p. 43-45.

<sup>15</sup> Organización Mundial del Turismo, *Incidencia económica del turismo. Una cuenta satélite de turismo para averiguar lo más esencial*, OMT, Madrid, 1999.

<sup>16</sup> Organización Mundial del Turismo, *Introducción al turismo*, OMT, Madrid, 1998, p. 16.

<sup>17</sup> Figuerola, M., Arranz, A., Prado, J. y Allende, E., “Incidencia y efectos multiplicadores del turismo en la economía española”, *Información Comercial Española*, N° 749, Madrid, enero 1996, p. 30.

<sup>18</sup> Organización Mundial del Turismo, *Introducción al turismo*, OMT, Madrid, 1998, p. 16.

## 2.2. El turismo en España.

La actividad turística que se desarrolla en España se sustenta sobre la demanda de los mercados turísticos tanto de residentes en países extranjeros como de españoles. Podemos afirmar que: “La evolución más reciente de la demanda turística española ofrece unos resultados muy positivos, continuando con la característica expansión de sus mercados, tanto a nivel nacional como internacional.”<sup>19</sup>

La institucionalización del turismo en España<sup>20</sup> arranca en 1951 con la creación del Ministerio de Información y Turismo. A lo largo de esta década se afianza la internacionalización de la economía española a través de los pactos con EE.UU. en 1953 y el ingreso de España en la ONU en 1955, hechos que propiciaron el ingreso del país en la Organización Europea de Cooperación Económica (OECE) en 1958, en el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 1958 y en el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRC) en el mismo año. Este proceso proporcionó una sensación de normalidad al país y sentó las bases de la modernización económica que habría de situar al turismo en un puesto singular.

El Plan de Estabilización Económica de 1959 proporcionó un marco de condiciones mínimas para el desarrollo del turismo como actividad económica y despertó en la Administración un interés por el sector que quedó plasmado en los ámbitos legislativo y político. Así, se mantiene durante los años cincuenta la política de construcción de paradores nacionales de turismo, iniciativa que aproxima el turismo a regiones hasta entonces ignoradas por la iniciativa privada. Por otra parte, estos establecimientos actuaron como resorte cultural al estimular la recuperación de la gastronomía regional y la rehabilitación del patrimonio histórico-artístico.

El *boom* turístico de los años sesenta vino acompañado de la continuación de las medidas reguladoras de un sector cuyo interés ya no pasa desapercibido para la Administración. Así, en 1964 se crea la Empresa Nacional de Turismo (ENTURSA), que trata de aplicar criterios empresariales en la política pública de alojamientos turísticos, y cuya oferta hotelera se caracterizó así mismo por la monumentalidad de sus hoteles, claramente superior a la de los paradores. El Instituto de Estudios Turísticos (IET), coetáneo del ENTURSA, centró su atención en la valoración del potencial turístico del país y promovió la formación turística con la creación de la Escuela Oficial de Turismo.

---

<sup>19</sup> Esteban, Águeda, “Tendencias recientes de la demanda turística” en AAVV, *Turismo y medio ambiente*, al cuidado de José D. Buendía y José Colino, Civitas, Madrid, 2001, p. 193.

<sup>20</sup> Realizamos un breve repaso de la evolución histórica del turismo en España, basándonos en la obra de Uriel, E., Monfort, V.M., Ferri, J. y Fernández de Guevara, J., op.cit., pp. 16-24.

Por su parte, el Ministerio de Información y Turismo priorizó las políticas de ordenación y promoción, promoviendo la creación de instituciones dedicadas a la organización de la actividad turística, así como la habilitación de equipamientos turísticos complementarios.

A lo largo de esta década se establecieron premios a trabajos monográficos, artículos periodísticos, etc. relacionados con la actividad turística y se abordó la edición de carteles y folletos publicitarios a modo de incipiente marketing. La difusión de noticiarios, programas televisivos y radiofónicos, suplementos y guías supuso el espaldarazo definitivo al turismo como sector económico.

La década de los setenta planteó diversos problemas, algunos de ellos derivados de la explosión turística de la década anterior: *overbooking*, abastecimiento de agua, deterioro ambiental, especulación y agresión urbanística, desacuerdo en la negociación de precios con los touroperadores y, muy especialmente, la crisis de 1973, que quedó agravada por la crisis petrolífera de 1979. La transición a la democracia distrajo a las autoridades de la situación económica internacional, de manera que los efectos de la crisis mundial llegaron con retraso a España y se hicieron notar especialmente en la progresiva sustitución de la demanda extranjera por la nacional.

La Administración lanzó diversas medidas destinadas a la ordenación de la oferta turística: créditos, subvenciones y concesiones a espacios de uso turístico preferente y a centros de interés turístico nacional. Se potenció así mismo la expansión hacia el mercado exterior y se brindó apoyo a estructuras profesionales tales como complejos, agrupaciones y cadenas de alojamientos y servicios. La problemática medioambiental, que por el momento permanece en un segundo plano de prioridades, queda planteada en el Primer Congreso Internacional de Ecología y Turismo del Mediterráneo Occidental. Cabe así mismo subrayar la creación en 1974 de la OMT, con sede en Madrid, lo cual supuso un respaldo internacional a la actividad turística de nuestro país.

En 1977 se inicia un período de cambios institucionales en relación al turismo, entre los cuales destaca la reducción del papel de la Administración Central a favor de las Comunidades Autónomas, proceso que ha conducido a una verdadera redistribución de las competencias sobre el turismo.

Los años ochenta trajeron un notable cambio en la situación económica de España. Paralelamente al ingreso de nuestro país en la Unión Europea tuvo lugar la liberalización de los precios de los servicios y un aumento de los costes laborales y de las materias primas. Esta situación tuvo como consecuencia la elevación de los precios turísticos y la consiguiente pérdida de competitividad al alterarse los precios de los consumos turísticos, los cuales habían constituido, junto a las playas y el clima, el factor diferencial característico del modelo turístico español.

En el ámbito institucional, se produce la transformación de la Secretaría de Estado de Turismo en la Secretaría General de Turismo y se crea la Feria Internacional del Turismo (FITUR), la cual se celebra anualmente en Madrid. Auspiciada por la OMT, es en estos años cuando tiene lugar la "Declaración de Manila", en la que se propone una nueva concepción del turismo.

La tecnología deviene en esta década en un valioso instrumento de competitividad para el sector turístico. Así, las agencias de viajes experimentan un salto cualitativo en su papel de intermediación y comercialización, mientras que los hoteles pueden conectarse a centrales de reservas.

Puede decirse que en los ochenta el modelo turístico alcanzó cierta madurez, tanto por la mejora destacable de la calidad de la oferta turística, como por el progreso en la integración horizontal y vertical del sector. De este modo fue configurándose un mapa competitivo basado en la diferenciación, en la excelencia o en la denominada calidad total en función de las condiciones y tamaño de las unidades de negocio turístico.

En los años noventa tiene lugar una desaceleración del crecimiento de la actividad turística, cuyo VBA y empleo llegaron a tener crecimiento negativo en 1992 y 1993. Por otra parte, en esta década España se afianza como mercado emisor de turistas, dejando de ser un país exclusivamente receptor de turistas.

En 1990 se elabora el Libro Blanco del Turismo Español y en 1992 se da a conocer el Plan Marco de Competitividad del Turismo Español o FUTURES, fruto de la cooperación entre el Estado y las Comunidades Autónomas, con el fin de establecer las estrategias necesarias para la consolidación de la posición competitiva del sector turístico español en los mercados internacionales; fue continuado por el Plan Futures 1996-1999. Ambos Planes surgieron ante la difícil coyuntura que el turismo español atravesó a finales de la década de los ochenta y principios de los noventa y fueron sustituidos por el Plan Integral de Calidad del Turismo Español (PICHTE 2000-2006) donde el concepto de calidad es asumido como rasgo diferencial de la oferta española y como solución positiva a la inevitable tensión sobre los precios originada por la presión de la demanda<sup>21</sup>.

La creación en 1993 del Ministerio de Comercio y Turismo supone una recuperación de protagonismo por parte de la Administración Pública en el sector en un período

---

<sup>21</sup> Pueden consultarse de la Secretaría General de Turismo:

*Plan marco de competitividad del turismo español*, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Madrid, 1992.

*Memoria de ejecución del plan de Competitividad del Turismo Español: 1992-1995*, Turespaña, Madrid, 1996.

*Plan marco de competitividad del turismo español: 1996-1999*, Ministerio de Comercio y Turismo, Madrid, 1995.

Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la PYME, *Plan Integral de Calidad del Turismo Español: 2000-2006*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1999.

en el que el turismo goza de un reconocimiento social creciente respecto a su potencial económico e incluso se sientan las bases para que alcance el rango de estudio universitario. Por otro lado, la liberalización del transporte aéreo genera cierta sensación de crisis que viene a agravarse por la aparición de destinos emergentes que compiten en idénticos segmentos de producto y clientes.

Se pretende mejorar las condiciones de la oferta para hacerla atractiva a nuevos segmentos de clientes que buscan algo distinto al "sol y playa", lo cual exige un esfuerzo de diversificación de la oferta.

Por último, cabe señalar la positiva evolución durante estos años de la sensibilidad hacia los problemas de carácter medioambiental.

### 2.2.1. Turismo internacional.

Como señala Águeda Esteban, "en los últimos años los principales indicadores de progresión del turismo procedentes del exterior han experimentado crecimientos que parecen más propios de mercados en plena fase de crecimiento que pertenecientes a un sector maduro como es el turismo."<sup>22</sup>

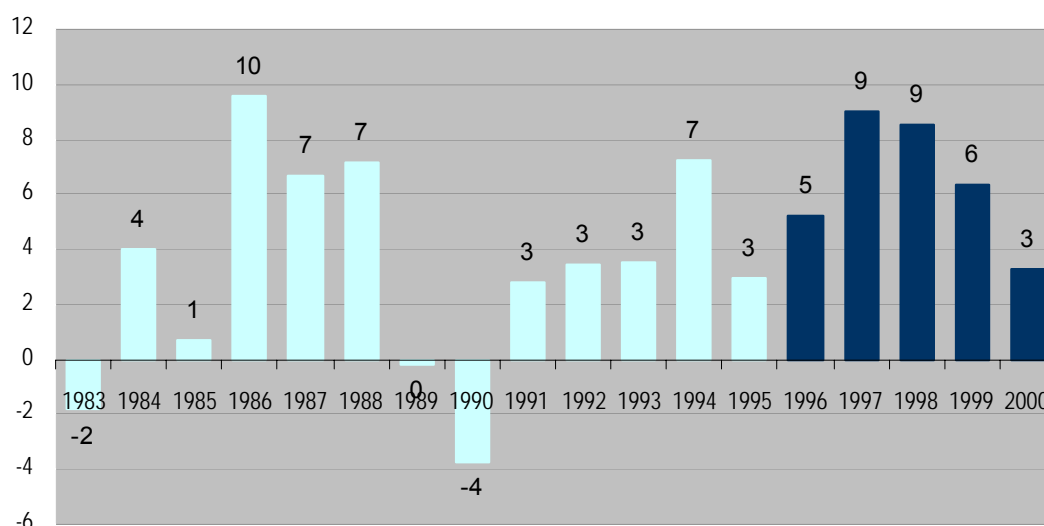
En efecto, en el período 1995-2000 las entradas de visitantes extranjeros a España crecieron a un ritmo superior al 6% medio anual, alcanzando en el año 2000 la cifra de 74,4 millones. De este total, aproximadamente el 65% son turistas, esto es, visitantes que pernoctan, con un crecimiento del 6% medio anual, frente a los excursionistas o visitantes de día (36%), que crecieron un 5,8%. Se observa desde 1998 una tendencia al descenso en las tasas de crecimiento anuales de turistas y excursionistas, con una fuerte disminución en el año 2000 que las sitúa, respectivamente, en el 3 y 4 por ciento.

Abordando una perspectiva temporal más amplia, concretamente desde 1983, año en que arranca nuestro estudio, observamos que las tasas de variación presentaron una evolución desigual, como refleja el Gráfico 2.9, consecuencia de los distintos factores que incidieron en la actividad turística.

---

<sup>22</sup> Esteban, Águeda, "Tendencias recientes de la demanda turística" en AAVV, *Turismo y medio ambiente*, al cuidado de José D. Buendía y José Colino, Civitas, Madrid, 2001, p. 193.

Gráfico 2.9. Entrada de visitantes en España (variación porcentual).



Fuente: Secretaría General de Turismo. Desde el año 1995 se produce un cambio de metodología en el cálculo de las entradas de visitantes con la elaboración de la encuesta "Movimientos Turísticos en Fronteras" (Frontur), por lo que los datos de ambos períodos no son comparables.

En el período 1983-1999 el número de visitantes descendió en 1983, 1989 y 1990, años de crisis económica que dejaron su impronta en el sector. Especial consideración merece el bienio 1989-90, pues el impacto del conflicto del Golfo Pérsico y los elevados diferenciales de tipos de interés y de inflación mantenidos en dicho periodo plantearon el agotamiento del modelo de sol y playa que había sustentado hasta entonces el desarrollo turístico español, así como la necesidad de una apuesta por la calidad.

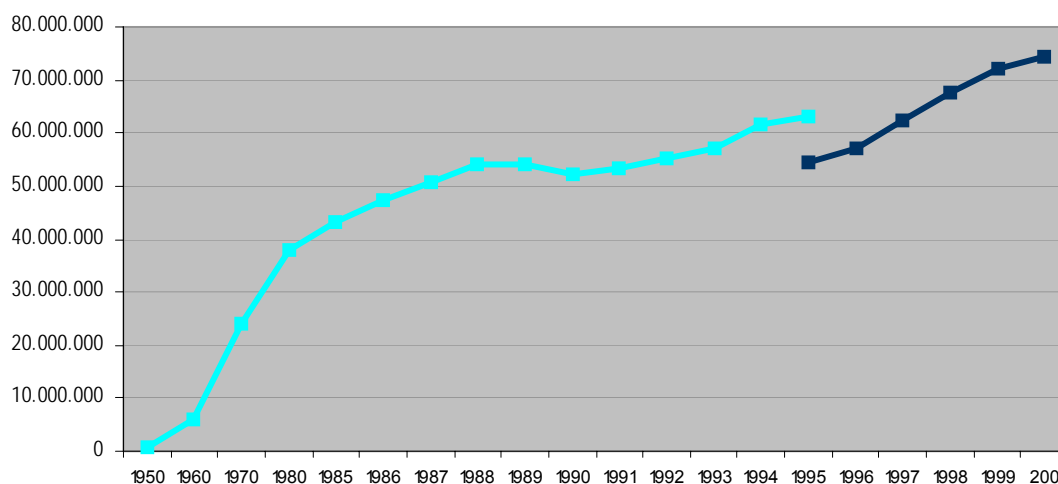
Los años de más débil crecimiento —1985, 1991, 1995 y 2000—, con tasas entre el 1% y 3%, tuvieron una importante repercusión en la actividad turística española en general y en las agencias de viajes en particular. En 1986 España ingresó en la Comunidad Económica Europea y ese año el incremento en el número de visitantes fue del 9,6%.

Desde 1991 se incrementan las tasas de entradas de visitantes, hecho al que contribuyen de forma fundamental los acontecimientos culturales y deportivos que se desarrollaron en España (EXPO y Olimpiadas), así como la devaluación de la peseta frente al resto de las monedas.

Conviene destacar, para el cálculo de las tasas de variación, que desde 1995 se produce un cambio metodológico en el cómputo de la entrada de visitantes, con la

elaboración de la nueva encuesta “Movimientos Turísticos en Fronteras” (Frontur), de modo que los datos que aporta esta encuesta (serie 1995-2000) no resultan comparables con los anteriores. La tendencia creciente de la recepción de visitantes internacionales en España queda reflejada en el Gráfico 2.10.

Gráfico 2.10. Entrada de visitantes en España.



Fuente: Secretaría General de Turismo. Desde el año 1995 se produce un cambio de metodología en el cálculo de las entradas de visitantes con la elaboración de la encuesta “Movimientos Turísticos en Fronteras” (Frontur), por este motivo aparecen dos valores para 1995.

Similares conclusiones se derivan del análisis de la evolución de los ingresos por turismo internacional. La tendencia es creciente en los ingresos, ya sea en pesetas corrientes o constantes —tomando como deflactor el Índice de Precios al Consumo en base a 1992—, mientras que las tasas de crecimiento muestran, en general, una evolución similar.<sup>23</sup>

En cuanto a la procedencia del turismo internacional, Europa es, tradicionalmente, el principal emisor a España, con llegadas de turistas que ascienden al 93% del total en el período 1997-1998<sup>24</sup>. Los principales países emisores de turistas son, por orden, Alemania y Reino Unido —juntos absorbieron, en promedio, el 51 por ciento del mercado en 1997-2000—; Francia ocupa el tercer puesto, con una cuota del 12%.<sup>25</sup> Este predominio también se verifica respecto a la demanda de

<sup>23</sup> Uriel, E., Monfort, V.M., Ferri, J. y Fernández de Guevara, J., op.cit., pp. 81-82.

<sup>24</sup> Organización Mundial del Turismo, *Compendium of Tourism Statistics*, OMT, Madrid, 2001, p. 173.

<sup>25</sup> Datatur (base de datos del Instituto de Estudios Turísticos) a enero de 2001, de la estadística *Movimientos turísticos en Fronteras (Frontur)* en [www.iet.tourspain.es](http://www.iet.tourspain.es). Cabe indicar que en la década de los ochenta y hasta mediados de los noventa la primacía en cuanto a llegadas de turismo extranjero a España correspondió a

establecimientos hoteleros, ya que siguen siendo los países europeos los impulsores de la progresión global experimentada a lo largo de los últimos años.

Las Comunidades Autónomas más favorecidas en entradas de turistas son Baleares, Canarias, Cataluña, Andalucía, Comunidad Valenciana y Madrid, que recibieron al 93 por ciento del total, si bien sólo Baleares y Canarias absorbieron casi la mitad (46%) de las llegadas de turistas extranjeros. Destaca, por tanto, la fuerte concentración del turismo receptor, que desciende ligeramente en el período 1997-2000 en beneficio de Comunidades con fuertes tasas de crecimiento interanual, como La Rioja (36,43%), Castilla-La Mancha (22,52%) o Madrid (18,81%).

El medio de transporte más utilizado es el vehículo, con una cuota media del 50% en el período 1997-2000, seguido muy de cerca del avión con un 46 por ciento. Por tipos de visitantes, los turistas utilizaron mayoritariamente el avión (70%) y los excursionistas el automóvil (96%). Este predominio del vehículo como medio de transporte es debido a que la práctica totalidad de los excursionistas usa el automóvil. El barco (3%) y el tren (1%) son los transportes menos utilizados.

Tomando datos históricos, puede concluirse que el peso de los vehículos como medio de transporte de los turistas desciende en favor del avión, con un práctico estancamiento del tren y el barco, medios que tuvieron más peso en la década de los ochenta.<sup>26</sup> Esta evolución tiene gran incidencia en la actividad de las agencias de viajes, que canalizan entre el 80% y 90% de las ventas de billetes de avión en España y en torno al 40% de los alquileres de vehículos.<sup>27</sup>

---

Francia, seguida de Portugal, aunque respecto a estancias hoteleras, Alemania y Reino Unido se mantuvieron en los primeros puestos. Véase en este sentido: *El turismo español en cifras*, Instituto de Estudios Turísticos, Madrid, 1983-1985, 1987, 1995, 1997-1999.

<sup>26</sup> Ibidem.

<sup>27</sup> De Quesada, Eugenio, "Las agencias de viajes minoristas", *La actividad turística española en 1999*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), Valencia, 2000, p. 148.



## 2.2.2. Turismo nacional.

La estadística de Movimientos Turísticos de los Españoles (Familitur) es la fuente básica de información para el análisis del comportamiento turístico de los españoles. Incluida en el Plan Estadístico Nacional 1997/2000, es elaborada por el IET teniendo en cuenta las exigencias y recomendaciones de la Unión Europea<sup>28</sup>, así como los conceptos y aproximaciones estadísticas de la OMT (Otawa, 1991) y las recomendaciones de Eurostat. La encuesta se realiza sobre un conjunto representativo de hogares, viviendas habituales de residentes en España, de la que resultó, en 1998, una población investigada de aproximadamente doce mil personas.<sup>29</sup> El seguimiento de los datos de esta estadística permite encontrar rasgos básicos del comportamiento turístico de los españoles.<sup>30</sup>

Mayor actividad viajera de los españoles: la encuesta señala que la evolución del número de viajeros en proporción a la población total ha aumentado en casi todos los meses del año en comparación con el año anterior.

Perfil estacional de los viajeros españoles: se registra una mayor concentración viajera en agosto, seguida de septiembre, julio y marzo, esto es, en las temporadas de verano y Semana Santa. Febrero y noviembre son los meses de menor número de viajeros.

Características sociodemográficas: no se observan diferencias significativas por sexos, mientras que la mayor concentración de viajeros se da en individuos ocupados y la población viajera es, en promedio, más joven que la población general.

Motivo principal del viaje: vacaciones (71,6%), seguidas de la visita a familiares (19,5%) y viajes de negocios (4,4%).

Destino principal: predominan ampliamente (90,2%) los viajes dentro de España, fundamentalmente hacia Andalucía (19,5%), Valencia (14%), Castilla-La Mancha (12,3%) y Cataluña (11,3%); el resto de los turistas españoles se dirige al extranjero, principalmente hacia países limítrofes como Francia (23%) y Portugal (19%).

Alojamiento utilizado: las viviendas gratuitas (ya sean en propiedad o pertenecientes a amigos) son utilizadas casi en el 60% de los viajes, seguidas de hoteles o

---

<sup>28</sup> Dando cumplimiento a lo establecido en la Directiva 95/57/CE del Consejo sobre recogida de información estadística en el ámbito del turismo.

<sup>29</sup> Instituto de Estudios Turísticos, *Movimientos Turísticos de los Españoles (Familitur)*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1999, p.7. Esta estadística fue implantada a partir de junio de 1996.

<sup>30</sup> *Ibidem*, pp. 15-25.

similares, con un peso del 26,4%, a los que se recurre fundamentalmente en los viajes al extranjero.

Medio de transporte: el vehículo privado es utilizado en el 74,7 % de los casos, seguido del avión (9,9%) y el autobús (9,1%). Este predominio es mayor en los viajes de corta duración (81%) y en aquéllos que tienen como destino España (78%). En cuanto a los viajes al extranjero, la importancia del automóvil (43,5%) es similar a la del avión (42%), como cabe esperar dada la importancia de nuestros dos países fronterizos como destino principal de estos viajes.

Grupo turístico: de 3 a 5 personas en el 53,3% de los viajes de los españoles.

Estancia media: 11,2 días en 1998.

Forma de organización de la estancia: los españoles optan en la mayoría de las ocasiones por no hacer reservas de ningún tipo (68%), aunque el comportamiento varía en función del destino. En los viajes por España el 71% no efectuó reservas de ningún tipo, mientras que el 60% de los viajes al extranjero supusieron algún tipo de reserva, preferentemente bajo la forma de paquetes turísticos.

Antelación con que se planifican: entre una semana y un mes en el 66,2% de los casos, aunque los plazos aumentan con la duración de la estancia.

Grado de satisfacción: es alto, con una alta valoración de la hospitalidad y el trato independientemente del destino.

Actividades realizadas: por orden de importancia, visitas a familiares y amigos (55%), visitas culturales (45%) y compras (26%).

El número de viajeros en los diferentes meses del año muestra el carácter estacional de la actividad turística.

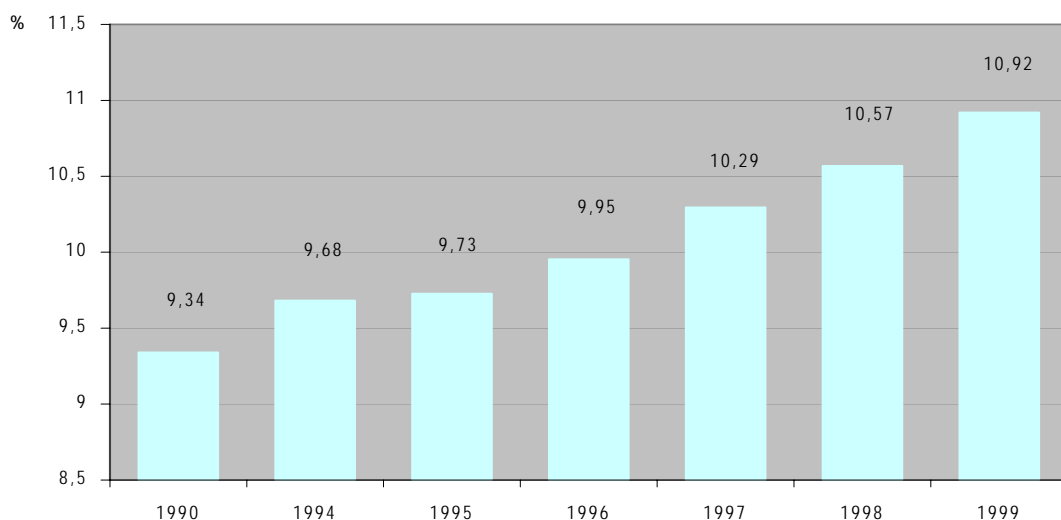
El hecho de que el 90% del turismo nacional se dirige al propio país y que sólo el 30% de este turismo efectúa algún tipo de reservas, sugiere una menor incidencia sobre la actividad de las agencias de viajes.

### 2.2.3. Importancia del turismo en España.

Durante los años 60 y 70 se fraguó el desarrollo extensivo del turismo español, cuyo crecimiento mantiene una tendencia al alza a pesar de haber ido ralentizándose. Pese a la pérdida de competitividad que aconteció a principios de los noventa, cuando se registró un freno en la llegada de turistas originado por la apreciación de la peseta en los mercados internacionales, el turismo continúa siendo una de las actividades más estables y pujantes de la economía española, jugando un papel cada vez más importante que se manifiesta en una serie de indicadores habitualmente utilizados para medir la importancia de cualquier actividad:

**Contribución del turismo al Producto Interior Bruto:** La contribución de la actividad turística a la economía en la mayoría de los países es creciente y las previsiones no parecen modificar esta tendencia. En España esta contribución, medida en términos de participación en el Producto Interior Bruto (PIB), ha ido creciendo hasta alcanzar, en 1999, un valor que Figuerola estima en el 11%, con una tasa de variación interanual del 2% en el período 1994-1999<sup>31</sup>:

Gráfico 2.11. Contribución del turismo al PIB.



Fuente: Figuerola, Manuel, *La actividad turística española en 1999* (AECIT)

<sup>31</sup> Figuerola Palomo, Manuel, "Contribución de la actividad turística a la economía española", *La actividad turística española: 1999*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), edición 2000, Valencia, p. 41.

En España se ha venido preparando desde 1997 la elaboración de la primera Cuenta Satélite de Turismo siguiendo las orientaciones generales de la OMT<sup>32</sup>. Esta herramienta viene a sustituir las tablas Input-Output que, a través de las relaciones de interdependencia entre los distintos sectores de la economía, permitían el estudio de la incidencia del gasto turístico sobre la economía general. Los primeros resultados de la Cuenta Satélite del Turismo se han presentado en FITUR 2002 y han sido resumidos en la Tabla 2.7.

Tabla 2.7. Aportación del turismo al PIB de la economía española.

| Millones de Euros                         | 1996 (P)        | 1997 (P)        | 1998 (P)        | 1999 (A)        |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Turismo receptor                          | 23.318,0        | 26.356,8        | 29.692,9        | 33.601,8        |
| Otros componentes de la demanda turística | 27.951,8        | 29.792,4        | 32.055,7        | 34.850,7        |
| <b>Total</b>                              | <b>51.289,8</b> | <b>56.149,2</b> | <b>61.748,6</b> | <b>68.452,5</b> |
| <b>Porcentaje sobre el PIB</b>            |                 |                 |                 |                 |
| Turismo receptor                          | 5,0             | 5,3             | 5,6             | 5,9             |
| Otros componentes de la demanda turística | 6,0             | 6,0             | 6,0             | 6,2             |
| <b>Total</b>                              | <b>11,0</b>     | <b>11,3</b>     | <b>11,6</b>     | <b>12,1</b>     |

(P) Estimación provisional

(A) Estimación avance

Fuente: INE

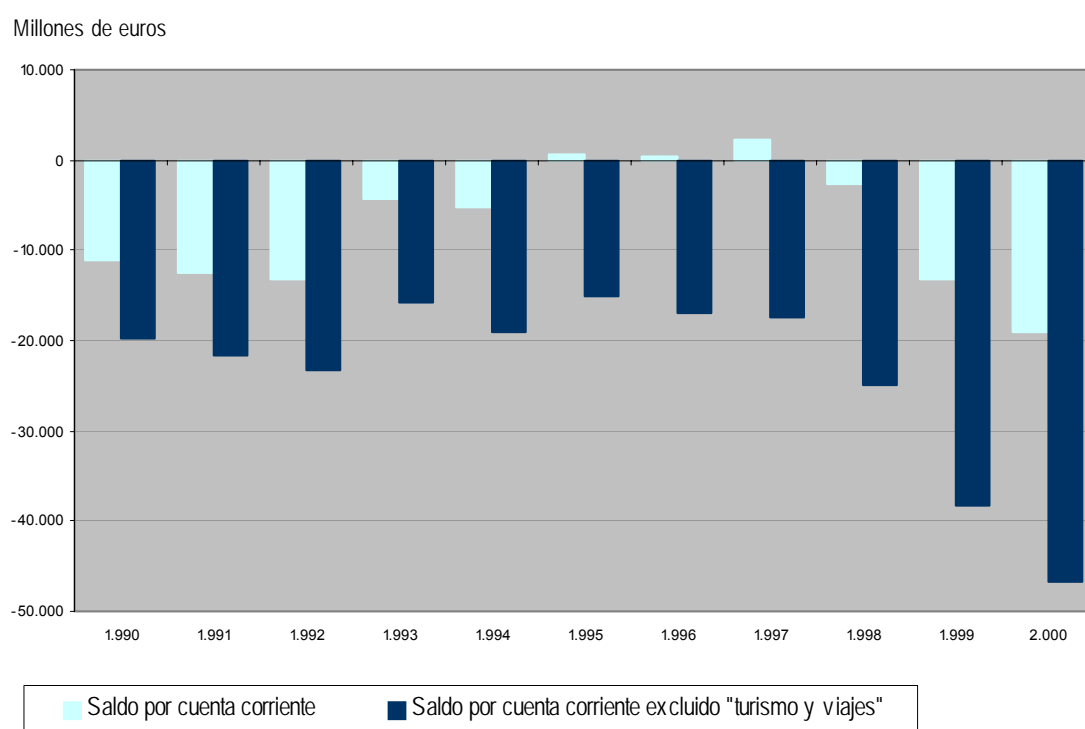
Como confirma el INE, el turismo constituye la primera industria nacional, aportando en 1999 un 12,1% del Producto Interior Bruto de la economía española, con un crecimiento continuo de más de un punto porcentual en el periodo analizado de tres años. Puede observarse que las estimaciones del INE son más elevadas que las elaboradas a partir de las tablas Input-Output.

Contribución del turismo al equilibrio de la Balanza de Pagos Española: La balanza de pagos es un instrumento contable que permite el control de las transacciones exteriores por parte de los bancos centrales de los distintos países. Se compone de tres grandes bloques: cuenta corriente, cuenta de capital y cuenta financiera. La cuenta corriente, a su vez, está integrada por cuatro grupos de operaciones: mercancías, servicios, rentas y transferencias. El saldo de la balanza comercial o de mercancías ha sido negativo en todos y cada uno de los años del período 1964-1999. Este desequilibrio ha sido tradicionalmente compensado por diversas partidas

<sup>32</sup> Organización Mundial del Turismo, *Orientaciones generales para la elaboración de la Cuenta Satélite de Turismo*, OMT, Madrid, 1999.

de la cuenta corriente —como los ingresos procedentes de las operaciones de servicios— y de la cuenta de capital. El saldo de la balanza de servicios, que suele dividirse en turismo y otros servicios, se ha saldado de forma positiva en el citado período, debido fundamentalmente al buen comportamiento del turismo, que ha permitido mejorar el saldo de la balanza por cuenta corriente todos los años.

Gráfico 2.12. Balanza por cuenta corriente en España.



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Se observa, como indicaba el profesor Requeijo<sup>33</sup>, que “el gran soporte de la balanza de pagos española han sido los saldos por turismo”, ya que han llegado a cubrir la totalidad del déficit comercial de España con el resto del mundo. En efecto, desde 1964 los saldos por turismo han oscilado entre el 66% y el 167% del déficit comercial español.<sup>34</sup>

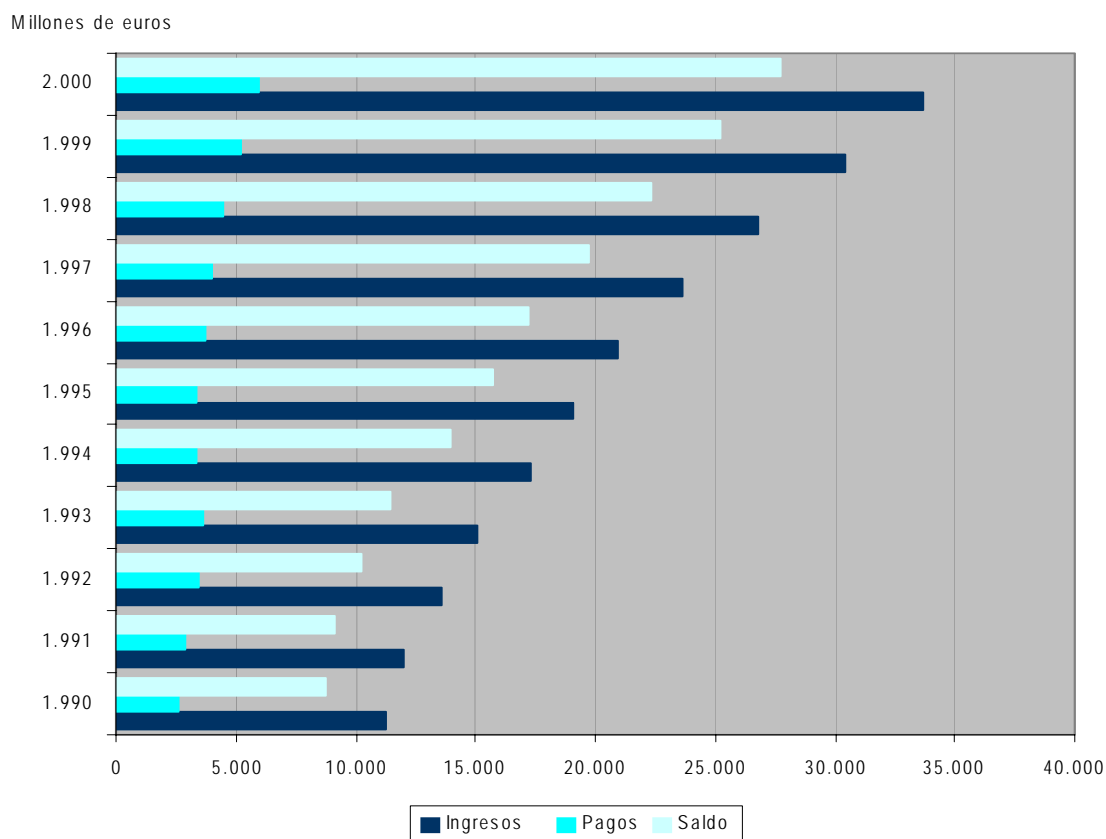
El saldo por turismo es una medida básica para el análisis de la economía del turismo, ya que recoge el gasto de los residentes en España en el extranjero (pagos por turismo) y las cantidades satisfechas por los extranjeros que visitan España

<sup>33</sup> Requeijo, Jaime, *Introducción a la Balanza de Pagos de España*, Tecnos, Madrid, 1989, p. 132.

<sup>34</sup> Mora Sánchez, Antonio y Córdoba Leiva, Jose L., op. cit., p. 24.

(ingresos por turismo). El Gráfico 2.13 muestra la favorable evolución de la partida de turismo en el período estudiado.

Gráfico 2.13. Ingresos, pagos y saldo por turismo.



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**Contribución del turismo al empleo:** El turismo es una actividad importante como generadora de empleo por hacer un uso intensivo del factor trabajo. A pesar de la espectacular tasa de crecimiento que ha venido experimentando la población ocupada en el sector turístico, que duplica la alcanzada por el conjunto del mercado laboral nacional, el empleo en el sector adolece de dos notables inconvenientes: los bajos salarios, derivados de la escasa especialización y cualificación de los recursos humanos, y la acusada eventualidad, debida al carácter marcadamente estacional de la actividad<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> Uriel, E., Monfort, V.M., Ferri, J. y Fernández de Guevara, J., op.cit., p. 29.

La Unión General de Trabajadores (UGT) realizó un estudio sobre las necesidades formativas en el sector de las agencias de viajes, detectando un importante déficit de cualificaciones.<sup>36</sup> El resultado del mismo fue el siguiente:

- Se detectaron carencias formativas entre el personal de la mitad de las agencias de viajes en los últimos doce meses, concretamente referidas a la falta de conocimientos técnicos y de especialización.
- Idéntico porcentaje manifestó haber tenido que cubrir alguna vacante en ese período, siendo la carencia de un nivel educativo adecuado junto a la falta de experiencia las mayores dificultades para desempeñar la tarea.
- Un 28% de las agencias de viajes entrevistadas reconoció que estos inconvenientes habían tenido efectos negativos en la rentabilidad y la productividad.

El sector turístico español ostentaba 1.147.000 puestos de trabajo en 1995, lo que representa un 9,52% de la población ocupada nacional, que se desglosan en 671.000 trabajadores de empleo directo y 476.000 de empleo indirecto.<sup>37</sup>

En noviembre de 2001 el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales cifraba en 1.523.148 el número de ocupados en las actividades características del turismo, con el desglose siguiente:<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Unión General de Trabajadores, *Estudio de las necesidades formativas emergentes en los sectores: transporte de viajeros, agencias de viajes y guías de turismo*, Federación de Transporte, Comunicaciones y Mar UGT Andalucía, Málaga, 2001, pp. 87-95. Sobre la necesidad de formación en el sector puede consultarse asimismo: Federación de Comunicación y Transporte CCOO Madrid Región, *Observatorio de evolución del empleo y la formación, orientado al análisis de las cualificaciones existentes o emergentes en conexión con las necesidades de formación en el sector de agencias de viajes en la Comunidad de Madrid*, Ediciones la Montaña, Granada, 1999.

<sup>37</sup> Uriel, E., Monfort, V.M., Ferri, J. y Fernández de Guevara, J., op.cit., p. 28.

<sup>38</sup> Datatur: [www.iet.tourspain.es](http://www.iet.tourspain.es).

Tabla 2.8. Empleo en el sector turístico.

|  | Nº de empleados | Tasa de crecimiento |
|--|-----------------|---------------------|
| Ocupados en la actividades características del turismo | 1.523.148       | 3,8                 |
| Hostelería y agencias de viaje                         | 1.016.386       | 5,0                 |
| Hoteles y otros alojamientos                           | 224.595         | 7,5                 |
| Restauración   | 746.630         | 4,0                 |
| AA.VV. mayoristas y minoristas                         | 45.161          | 13,0                |

Fuente: Instituto de Estudios Turísticos.

Observamos que, si bien el sector de agencias de viajes ostenta un menor número de ocupados, es por otra parte, el de más fuerte crecimiento, con un 13% sobre el año anterior. Según los datos aportados por la Encuesta Anual de Servicios de 1998<sup>39</sup>, nuestro sector puede caracterizarse frente a hostelería y restauración por:

- Una mayor estabilidad en el empleo y una mayor tasa de empleo femenino.
- Una menor demanda de empleo externo.
- Una más alta tasa de productividad, así como de gastos de personal y salario medio.

Según el IET,<sup>40</sup> los aspectos relacionados con el empleo son los peor investigados de industria turística; en opinión de la OMT,<sup>41</sup> no podrá cuantificarse con precisión el empleo en tanto no se generalice la utilización de la Cuenta Satélite de Turismo.

<sup>39</sup> *Encuesta Anual de Servicios: 1998*, INE, Madrid, 2000. De los resultados provisionales de la Encuesta Anual de Servicios del 2000 se desprenden similares conclusiones excepto en lo que respecta a la productividad que resulta superior en hostelería (32%) que en agencias de viajes (28%), si bien los resultados de 1998 muestran una diferencia entre ambos muy reducida. Muy por debajo de los dos anteriores se sitúa restauración, ya que el cociente entre el valor añadido bruto al coste de los factores y el número de ocupados se cifra en menos de la mitad de los valores que figuran para los citados sectores en ambas encuestas.

<sup>40</sup> Instituto de estudios turísticos, *Empleo y turismo*, en página web: [www.iet.tourspain.es](http://www.iet.tourspain.es).

<sup>41</sup> Organización Mundial del Turismo, *Incidencia económica del turismo. Una cuenta satélite de turismo para averiguar lo más esencial*, OMT, Madrid, 1999.



Para conocer la importancia del turismo hemos analizado la situación y perspectivas de las variables turísticas más relevantes a nivel mundial y regional, haciendo especial referencia al caso español.

Respecto al turismo mundial hemos observado:

- El importante dinamismo de la actividad turística, manifestado en la evolución creciente de las llegadas de turistas internacionales y de los ingresos derivados de ellas, tanto en todo el mundo como por regiones en que lo divide la OMT.
- La importante diversificación geográfica, reflejada en una reducción de las cuotas europea y americana, principales regiones por ingresos y llegadas de turistas, en favor de otras regiones del mundo, entre las que destaca Asia Oriental y Pacífico. Esta diversificación también es de tipo temporal, a medida que se incrementa la tendencia al fraccionamiento de las vacaciones.
- Fuerte impacto del turismo en la economía mundial, por su contribución al PIB, al equilibrio de la balanza de pagos y al aumento y distribución de la renta mundial.

Respecto al turismo en España:

- La demanda turística española ha experimentado una evolución irregular en el período analizado, si bien puede destacarse un ciclo de tasas de crecimiento positivas entre 1984 y 1988, con especial importancia de 1986 por la incorporación de España a la CEE, un decrecimiento en los años 1989 y 1990 por impacto de la crisis del Golfo Pérsico, y desde 1991 una tendencia creciente, propiciada por las iniciativas de la administración (EXPO, olimpiadas, planes Futures y PICTE) así como por la devaluación de la peseta frente al resto de las monedas.
- España ocupa el segundo lugar en ingresos por turismo internacional, con una cuota de mercado del 7% en 2000 y el tercer puesto en llegadas de turistas (6.6%). Asimismo hay un incremento del turismo nacional.
- Fuerte impacto del turismo en la economía española respecto al PIB, al equilibrio de la balanza de pagos y al empleo.

### 3. Fuentes de Información para un Estudio Sectorial.

Una de las principales dificultades a las que se enfrenta el investigador para un estudio sectorial del turismo es la obtención de datos fiables, homogéneos y representativos. El “olvido” estadístico sufrido por el sector servicios en general y el turístico en particular, se muestra por la sencilla escasez de fuentes disponibles para este fin.

En esta búsqueda se han encontrado diferentes fuentes referidas al colectivo objeto de estudio, constituido por las empresas cuya actividad principal o única está comprendida en la sección 1 apartado 63.30 *Actividades de las Agencias de viajes, Mayoristas y Minoristas de Turismo y otras Actividades de Apoyo Turístico* de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-93) elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

Estas fuentes pueden agruparse, atendiendo a su origen, en dos grupos:

#### Fuentes oficiales:

- La Central de Balances del Banco de España:
  - Central de Balances Anual (1983-1999).
  - Ratios Sectoriales de las Sociedades no Financieras Españolas (1997-1999).
- Registro Mercantil: Mercantil sectorial, 1995-1999.
- Instituto de Estudios Fiscales: Las Cuentas de las Sociedades en las Fuentes Tributarias (1989-1993).
- Secretaría General de Turismo:
  - Estructura Económico-Financiera del Sector de Agencias de Viajes, 1987.
  - Diseño y desarrollo de un sistema de calidad para el sector de agencias de viajes, 1997.
- Instituto Nacional de Estadística.
  - Encuesta Piloto de Agencias de Viajes 1993.
  - Agencias de Viajes 1997.
  - Encuesta Anual de servicios, 1998 y 1999.

#### Fuentes privadas:

- DBK: Análisis Sectorial y Estratégico (1991- 2000).
- Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas -Nexopublic Consulting: Análisis estructural, económico y financiero de las agencias de viajes en España, 1992.
- Federación Española de Asociaciones de Agencias de Viajes -Arthur Andersen: Análisis de la evolución de la rentabilidad de las agencias de viajes 1988-1992.

### 3.1. La Central de Balances del Banco de España (1983-1999).

La Central de Balances del Banco de España (CB) se crea en el año 1983 con la finalidad de promover un mejor conocimiento y facilitar el diagnóstico de la situación global y sectorial de las empresas no financieras que operan en España.

Con esa finalidad, recoge datos individualizados, dispersos y heterogéneos y los transforma en una información agregada, homogénea y significativa.

El Banco de España invita a las empresas no financieras residentes a la colaboración voluntaria mediante la entrega de un cuestionario normalizado<sup>1</sup>, ajustado al Plan General Contable en vigor. Las empresas informantes que lo desean, remiten dicho cuestionario, con datos referidos a dos ejercicios consecutivos, junto con el nombre de una persona de contacto para la solución de las dudas e incoherencia contables que se detecten.

La información obtenida, es contrastada y depurada por la CB, para asegurar su calidad antes de incorporarla a la base de datos. La información contenida en la serie histórica disponible habrá superado las siguientes pruebas de coherencia:

Pruebas de coherencia interna, esto es, de la empresa consigo misma. Se trata de una revisión “horizontal”, que asegure la homogeneidad de los datos aportados por la

---

<sup>1</sup> En consonancia con la normativa vigente en España en materia contable, la Central de Balances elabora desde 1992 dos cuestionarios, normal y reducido, que se remiten a las empresas colaboradoras, según sea el tamaño. Su diferencia fundamental reside en el número de datos solicitados: el cuestionario amplio contiene 452 ítems contables para cada uno de los dos ejercicios en los que va referido, en tanto que el reducido solicita 151. La existencia de un cuestionario reducido facilita la labor de las empresas pequeñas, pero reduce el detalle disponible para la mayoría de los conceptos. Por esta razón en los cuadros generales de la publicación aparece en numerosas ocasiones la indicación “sin clasificar (cuestionario reducido)”, que nunca se refiere a montantes significativos.

Los cuestionarios son revisados anualmente para incorporar tanto los cambios normativos que afectan a la contabilidad y fiscalidad de las empresas como las mejoras aconsejadas por la experiencia y las sugerencias de los usuarios. En los últimos años se han introducido las siguientes facilidades a la colaboración:

- a) los cuestionarios ofrecen referencias de los conceptos comunes con los que todas las empresas deben presentar en los Registros Mercantiles y con los que solicita la encuesta industrial de Instituto Nacional de Estadística (INE); asimismo, el Banco de España informa de la relación existente entre la información que solicita en su cuestionario y las peticiones de información de los otros dos organismos,
- b) las empresas que contestan el cuestionario reducido pueden optar entre cumplimentar su totalidad o rellenar exclusivamente las rúbricas no requeridas por los Registros Mercantiles, remitiendo, en este caso, copia de las cuentas depositadas en dichos Registros,
- c) existen en el mercado aplicaciones que satisfacen la demanda de información de la Central en soportes informáticos referidos al cuestionario reducido; en 1998 se desarrolló y distribuyó a las empresas con más de 100 empleados, el cuestionario electrónico en disquete (versión normal o completa); la Central remite gratuitamente a todas las empresas colaboradoras el CD-ROM.

empresa para una misma rúbrica a lo largo del tiempo, así como “vertical” que revisa la coherencia entre los diferentes documentos contables aportados y la información complementaria.

Pruebas de coherencia externa, mediante las que se verifica que las empresas que se incorporan a las bases de datos son coherentes con las de su sector de actividad y tamaño.

Ante la falta de cumplimentación de parte del cuestionario o la detección de algún error de coherencia la Central se pone en contacto con la empresa en cuestión, lo que sucede en un elevado porcentaje de casos, que la Central estima que se reducirá a medida que aumente la colaboración por cuestionario electrónico, por incorporar determinadas reglas de validación.

Es importante destacar que los datos de la Central de Balances incorporan un alto grado de detalle, ya que proceden de cuestionarios de hasta 565 rúbricas referidas a datos contables e información complementaria.

Las múltiples pruebas y contrastes efectuados por la Central, junto con el amplio desglose de la información, permiten asegurar la calidad de los datos que sirven de “base estadística altamente representativa de la empresa española”<sup>2</sup>. Según Pérez-Carballo y Vela, en España, a partir de 1981, “los estudios sobre análisis económico-financieros más completos y ambiciosos han sido realizados por la Central de Balances del Banco de España”<sup>3</sup>; para Suárez, “constituyen el intento más serio de los habidos hasta ahora (...) acerca del conocimiento de la situación económico-financiera de la empresa española”<sup>4</sup>. Por este motivo, diversos trabajos emplean esta fuente para el análisis de la empresa española<sup>5</sup>.

Como contrapartida a esta colaboración, la Central de Balances facilita a las empresas un estudio individual, que incluye datos sectoriales que les sirven de contraste en el análisis de la gestión de su negocio, y otras informaciones no confidenciales disponibles en las bases de datos del Banco de España.

---

<sup>2</sup> Tamames, Ramón y Gallego, Santiago, *Diccionario de Economía y Finanzas*, Alianza Editorial, Madrid, 1998, p. 127.

<sup>3</sup> Pérez-Carballo, Ángel y Juan y Vela, Eugenio, *Principios de gestión financiera de la empresa*, 3ª edición, Alianza Editorial, Madrid, 1997, pp. 151-152.

<sup>4</sup> Suárez, Andrés S., *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Pirámide, Madrid, 1996, p. 770.

<sup>5</sup> Puede consultarse: Quintanilla M.A., Bravo A. y Maltrás B., “Gasto real de las empresas españolas en I+D”, *Economía Industrial*, N° 289, 1992, pp. 135-140.

Valero, Francisco J., “Evolución de la empresa española según la Central de Balances”, *Economistas*, N° 69, 1996, pp. 132-137.

## Ventajas Ofrecidas a las Empresas Colaboradoras

La Central de Balances lleva a cabo una amplia labor de difusión, dirigida prioritariamente hacia las empresas colaboradoras. Ese esfuerzo se concreta en el envío de:

1. La Publicación electrónica anual en CD-ROM, que incluye las siguientes utilidades:
  - Monografía anual de la Central de Balances.
  - Sistema de elaboración por la propia empresa de un estudio comparado con el sector.
  - Análisis de agregados y subagregados, que permite elaborar estudios de agregados de empresas más detallados que los disponibles en la monografía anual.
  - Cuestionario electrónico, con la aplicación informática para la cumplimentación del cuestionario anual y su depuración (opcional).
2. Estudios de encargo (más detallados que los referidos en el punto anterior).
3. Estudios sectoriales comparados con países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón (Proyecto BACH de la Comisión Europea).
4. Información pública sobre tipos de interés preferenciales y de referencia del mercado hipotecario, que se remite, gratuitamente, previa petición por escrito.
5. Posición acreedora de la empresa ante las instituciones crediticias, según las declaraciones de estas a la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), también gratuitamente, previa petición por escrito.

Fuente: Banco de España. Central de Balances.

La Central de Balances no difunde los datos aportados por las empresas individuales sino que los agrupa en la base de datos denominada Central de Balances Anual (CBA) a partir de los siguientes criterios:

- **Actividad:** Cada empresa se clasifica por su actividad principal, aunque se dedique a varias actividades productivas diferenciadas, en un grupo de la Clasificación Nacional Actividades Económicas (CNAE-93); una vez asignada a un grupo de la CNAE, se emplea la tabla de actividades de la Central de Balances para asignar a cada empresa un sector (de los 82 definidos), un gran sector (existen 26) y un grupo de actividad (existen 14). Las actividades de las agencias de viajes, mayoristas y minoristas de turismo, están recogidas en el apartado 63.30 de la CNAE, sector 67 "Turismo", gran sector 21 y grupo de

actividad 6, estos dos últimos con idéntica denominación: “transporte, almacenamiento y comunicaciones”.

- **Tamaño:** De acuerdo con la normativa comunitaria<sup>6</sup> se ha buscado una definición armonizada de tamaño de empresa, la Central de Balances utiliza un criterio mixto que toma como variable explicativa el número medio de trabajadores y como parámetros secundarios la cifra total del activo y la del total de haber de la cuenta de pérdidas y ganancias, cuyo valor establece como garantía que impida errores en la clasificación:

Tabla 3.1. Clasificación del tamaño de empresa utilizado en la Central de Balances (a).

| Estratos | Empleados | Condición | Total activo (b) | Condición | Total haber (b) |
|----------|-----------|-----------|------------------|-----------|-----------------|
| Pequeñas | <50       | y que     | <2300            | y además  | <3280           |
| Medianas | ≥50       | o que     | ≥2300            | o que     | ≥3280           |
|          | <250      | y que     | <23000           | y además  | <32750          |
| Grandes  | ≥250      | o que     | ≥23000           | o que     | ≥32750          |

(a) Las condiciones descritas deben cumplirse en los dos años de cada base.

(b) Los umbrales se actualizan cada año (datos en millones de pesetas).

Fuente: Banco de España. Central de Balances.

- **Naturaleza:** La Central presenta por separado los agregados de empresas públicas y privadas, considerando empresa pública aquella en que:
  - la participación de las administraciones públicas, directa más indirecta, supera el 50%,
  - no manteniendo una participación mayoritaria, el control efectivo de la empresa es ejercido por las Administraciones Públicas,
  - la participación o el control mayoritario lo ejercen empresas en alguno de los dos casos anteriores.
- **Localización geográfica:** Por la Comunidad Autónoma en que radica su domicilio social.

<sup>6</sup> Recomendación 96/280/CE que, en el ámbito de las políticas de apoyo financiero a la PYME, recoge los criterios para determinar cuándo una sociedad debe clasificarse como pequeña y mediana empresa.

Lamentablemente para el estudio de las agencias de viajes españolas no encontramos, en los estados contables que recoge la Central de Balances, detalle por tamaño, naturaleza o localización geográfica. Tan sólo en lo que se refiere a número de empresas y empleados, encontramos el desglose por tamaño.

La Central de Balances no dispone de una muestra de empresas que se haya diseñado mediante procedimientos estadísticos, dado que la colaboración con la base de datos es voluntaria. Las diferentes actividades económicas están desigualmente representadas en las bases y aquellas actividades que no están suficientemente representadas se agrupan bajo la denominación de “sectores de cobertura reducida”. En esta agrupación encontramos al sector de hostelería.

El subsector de agencias de viajes se halla incardinado en la agrupación “transporte, almacenamiento y comunicaciones” considerada por la Central como una actividad principal bien representada.

La representatividad de la muestra en términos de “importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación”, es la expresada en el cuadro, en el que comparamos el volumen de negocio de las empresas de la muestra con los datos disponibles del total del sector de agencias de viajes, estimado por el Instituto Nacional de Estadística (INE):

Tabla 3.2. Representatividad de las muestras de la Central de Balances.

| Años | Volumen de negocio del sector. (Millones de pesetas) | Volumen de negocio de la muestra (millones de pesetas) | %  |
|------|--|--|----|
| 1993 | 721371   | 116861   | 16 |
| 1997 | 1309800  | 181938   | 14 |
| 1998 | 1443044  | 359350   | 25 |
| 1999 | 1641130  | 343067   | 21 |

Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

También está representado, de forma razonable, todo el segmento empresarial en cuanto a tamaño, con un predominio de las empresas pequeñas —entorno al 80% hasta 1994—, que se reduce a medida que finaliza el período analizado sobre todo en favor de las empresas grandes, reflejando la concentración experimentada por el sector en los últimos años. Esta concentración se refleja también en el número de trabajadores, ya que se produce un sesgo importante hacia las grandes empresas, que desde 1992 llegan a absorber entre el 70% y el 90% de la plantilla del sector,

cuando tan sólo constituyen entre el 7% y el 14%, según los años, del total de las empresas de la muestra.

Tabla 3.3. Empresas incluidas en el estudio.

|      | TAMAÑO   | EMPRESAS |       | TRABAJADORES |       |          |            |
|------|----------|----------|-------|--------------|-------|----------|------------|
|      |          | Nº       | %     | NÚMERO       | FIJOS | NO FIJOS | ESTRUCTURA |
| 1983 | TOTAL    | 15       | 100,0 | 414          | 371   | 43       | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 12       | 80,0  | 185          | 154   | 31       | 44,7       |
|      | MEDIANAS | 3        | 20,0  | 229          | 217   | 12       | 55,3       |
|      | GRANDES  | 0        | 0,0   | 0            | 0     | 0        | 0,0        |
| 1984 | TOTAL    | 32       | 100,0 | 1.219        | 950   | 269      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 24       | 75,0  | 399          | 326   | 73       | 32,7       |
|      | MEDIANAS | 7        | 21,9  | 519          | 443   | 76       | 42,6       |
|      | GRANDES  | 1        | 3,1   | 301          | 181   | 120      | 24,7       |
| 1985 | TOTAL    | 39       | 100,0 | 1.795        | 1.489 | 306      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 29       | 74,4  | 500          | 425   | 75       | 27,9       |
|      | MEDIANAS | 8        | 20,5  | 737          | 630   | 107      | 41,1       |
|      | GRANDES  | 2        | 5,1   | 558          | 434   | 124      | 31,1       |
| 1986 | TOTAL    | 44       | 100,0 | 1.950        | 1.533 | 417      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 37       | 84,1  | 623          | 524   | 99       | 31,9       |
|      | MEDIANAS | 5        | 11,4  | 632          | 504   | 128      | 32,4       |
|      | GRANDES  | 2        | 4,5   | 695          | 505   | 190      | 35,6       |
| 1987 | TOTAL    | 57       | 100,0 | 2.501        | 1.987 | 514      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 47       | 82,5  | 642          | 529   | 113      | 25,7       |
|      | MEDIANAS | 7        | 12,3  | 735          | 592   | 143      | 29,4       |
|      | GRANDES  | 3        | 5,3   | 1.124        | 866   | 258      | 44,9       |
| 1988 | TOTAL    | 51       | 100,0 | 2.838        | 2.213 | 625      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 37       | 72,5  | 509          | 418   | 91       | 17,9       |
|      | MEDIANAS | 11       | 21,6  | 1.045        | 818   | 227      | 36,8       |
|      | GRANDES  | 3        | 5,9   | 1.284        | 977   | 307      | 45,2       |
| 1989 | TOTAL    | 53       | 100,0 | 2.550        | 1.722 | 828      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 43       | 81,1  | 587          | 471   | 116      | 23,0       |
|      | MEDIANAS | 8        | 15,1  | 843          | 603   | 240      | 33,1       |
|      | GRANDES  | 2        | 3,8   | 1.120        | 648   | 472      | 43,9       |
| 1990 | TOTAL    | 50       | 100,0 | 3.009        | 2.133 | 876      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 42       | 84,0  | 557          | 445   | 112      | 18,5       |
|      | MEDIANAS | 6        | 12,0  | 813          | 568   | 245      | 27,0       |
|      | GRANDES  | 2        | 4,0   | 1.639        | 1.120 | 519      | 54,5       |
| 1991 | TOTAL    | 48       | 100,0 | 3.168        | 2.226 | 942      | 100,0      |
|      | MEDIANAS | 6        | 12,5  | 856          | 614   | 242      | 27,0       |
|      | GRANDES  | 2        | 4,2   | 1.775        | 1.210 | 565      | 56,0       |
| 1992 | TOTAL    | 45       | 100,0 | 3.152        | 2.097 | 1.055    | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 38       | 84,4  | 421          | 300   | 121      | 13,4       |
|      | MEDIANAS | 4        | 8,9   | 412          | 231   | 181      | 13,1       |
|      | GRANDES  | 3        | 6,7   | 2.319        | 1.566 | 753      | 73,6       |



|      | TAMAÑO   | EMPRESAS |       | TRABAJADORES |       |          |            |
|------|----------|----------|-------|--------------|-------|----------|------------|
|      |          | Nº       | %     | NÚMERO       | FIJOS | NO FIJOS | ESTRUCTURA |
| 1993 | TOTAL    | 43       | 100,0 | 3.250        | 2.062 | 1.188    | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 35       | 81,4  | 338          | 209   | 129      | 10,4       |
|      | MEDIANAS | 5        | 11,6  | 502          | 259   | 243      | 15,4       |
|      | GRANDES  | 3        | 7,0   | 2.410        | 1.594 | 816      | 74,2       |
| 1994 | TOTAL    | 42       | 100,0 | 3.468        | 2.491 | 977      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 33       | 78,6  | 279          | 187   | 92       | 8,0        |
|      | MEDIANAS | 5        | 11,9  | 436          | 215   | 221      | 12,6       |
|      | GRANDES  | 4        | 9,5   | 2.753        | 2.089 | 664      | 79,4       |
| 1995 | TOTAL    | 38       | 100,0 | 3.874        | 2.921 | 953      | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 26       | 68,4  | 263          | 192   | 71       | 6,8        |
|      | MEDIANAS | 8        | 21,1  | 658          | 454   | 204      | 17,0       |
|      | GRANDES  | 4        | 10,5  | 2.953        | 2.275 | 678      | 76,2       |
| 1996 | TOTAL    | 34       | 100,0 | 4.053        | 2.976 | 1.077    | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 21       | 61,8  | 154          | 115   | 39       | 3,8        |
|      | MEDIANAS | 10       | 29,4  | 1.016        | 732   | 284      | 25,1       |
|      | GRANDES  | 3        | 8,8   | 2.883        | 2.129 | 754      | 71,1       |
| 1997 | TOTAL    | 34       | 100,0 | 3.648        | 2.595 | 1.053    | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 23       | 67,6  | 226          | 169   | 57       | 6,2        |
|      | MEDIANAS | 8        | 23,5  | 840          | 597   | 243      | 23,0       |
|      | GRANDES  | 3        | 8,8   | 2.582        | 1.829 | 753      | 70,8       |
| 1998 | TOTAL    | 46       | 100,0 | 6.505        | 3.866 | 2.639    | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 25       | 54,3  | 303          | 239   | 64       | 4,7        |
|      | MEDIANAS | 16       | 34,8  | 1.258        | 836   | 422      | 19,3       |
|      | GRANDES  | 5        | 10,9  | 4.944        | 2.791 | 2.153    | 76,0       |
| 1999 | TOTAL    | 35       | 100,0 | 6.135        | 4.031 | 2.104    | 100,0      |
|      | PEQUEÑAS | 26       | 74,3  | 194          | 145   | 49       | 3,2        |
|      | MEDIANAS | 4        | 11,4  | 417          | 286   | 131      | 6,8        |
|      | GRANDES  | 5        | 14,3  | 5.524        | 3.600 | 1.924    | 90,0       |

Fuente. Banco de España. Central de Balances.

Ello no obstante, la Central de Balances ha identificado, por la peculiar composición de las “muestras” que integran las bases de datos, unos sesgos que deben ser tomados en consideración por los analistas de los datos de la Central de Balances. Así predomina la empresa grande, pública y con un elevado porcentaje de personal fijo.

### 3.2. Registro Mercantil (Mercantil sectorial, 1995-1999).

El Registro Mercantil es una institución administrativa que tiene por objeto la publicidad oficial de las situaciones jurídicas de los empresarios en él inscritos, además de otras funciones que le han sido asignadas por ley, una de las cuales es el depósito y publicidad de las cuentas anuales de las sociedades de capital y de los grupos de sociedades.<sup>7</sup>

Partiendo de las cuentas anuales, el Registro Mercantil publica, desde 1995, la estadística Mercantil Sectorial<sup>8</sup>, que ofrece información agregada del balance, cuenta de resultados, datos de personal y ratios económico-financieros significativos por sectores de actividad económica. Los sectores incluidos son prácticamente la totalidad de los relacionados en la CNAE (hasta un nivel de tres dígitos), exceptuándose los de carácter financiero, de seguros y administraciones públicas.

Incluye esta estadística el sector 63.30, *Actividades de las Agencias de Viajes, Mayoristas y Minoristas de Turismo y otras Actividades de Apoyo Turístico*, pero restringiendo el estudio a las pequeñas y medianas empresas, definidas según los parámetros contemplados por la Central de Balances del Banco de España.

Las empresas que forman parte de la muestra se han considerado válidas tras someter sus datos a más de un centenar de test aritméticos que garantizan su coherencia aritmético- contable, si bien no se garantiza la coherencia económica, ya que eso requiere un análisis pormenorizado, empresa a empresa, que por el elevado número de empresas que componen la muestra (entre 300.000 y 400.000 cada año) haría imposible, en opinión del Registro, la práctica realización de la encuesta.

Cabe señalar que la muestra no se elabora con criterios estrictamente estadísticos, debido a que procede de la colaboración voluntaria de los Registros Mercantiles de las provincias con el Centro de Proceso de Estados Contables (CPEC) del Colegio de Registradores, que es el encargado del procesamiento de la información. Por este motivo la encuesta no incluye las mismas empresas en todos los años estudiados, de forma similar a la Central de Balances Anual, aunque aprovechando que los datos recibidos contienen el ejercicio de presentación y también las cuentas del ejercicio anterior, Mercantil Sectorial presenta información del sector 63.30 de dos ejercicios consecutivos referidos a un mismo depósito de cuentas.

---

<sup>7</sup> Sánchez Calero, Fernando, *Instituciones de Derecho Mercantil*, McGraw-Hill, Madrid, 1998, pp. 87-91. Puede verse el régimen del Registro Mercantil: artículos 16 a 24 del Código de Comercio y Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por R.D. 1784/1996, de 19 de julio.

<sup>8</sup> Registro Mercantil, base de datos RSE, página web: [www.registradores.org/iestadis.htm](http://www.registradores.org/iestadis.htm).

Entre los inconvenientes que presenta esta fuente para un estudio sectorial destacan:

- **Ámbito temporal reducido:** desde 1990, las empresas españolas están obligadas a depositar sus cuentas anuales en los Registros Mercantiles de la provincia de su domicilio social con el objeto de hacerlas públicas, como consecuencia de la promulgación de la Ley 19/1989 de adaptación de la legislación mercantil a las directrices de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades y de su legislación complementaria, pero hasta 1995 no se inicia la estadística Mercantil Sectorial. La novedad de esta estadística frente a la realizada por la Central de Balances del Banco de España imposibilita un estudio temporal más amplio.
- **Ámbito empresarial restringido:** si bien el Registro Mercantil recibe, al menos en principio, las cuentas anuales depositadas por la población total de empresas radicadas en España, la estadística Mercantil Sectorial dirige su estudio únicamente a las empresas pequeñas y medianas de esa población. El banco de datos de la Central, que cuenta con información que no realiza ninguna restricción por tamaño, dirige su estudio a empresas pequeñas, medianas y grandes.
- **Contrastes a los que se somete la información:** los datos que proporciona esta estadística son sometidos a un menor número de tests aritmético-contables así como a una menor profundidad en el estudio de su coherencia económica, frente a las múltiples pruebas de coherencia que realiza la Central de Balances (1.290 en cuestionario normal y 448 en cuestionario reducido) tanto de carácter aritmético como de lógica económica y financiera. El registro maneja un número mayor de empresas —en 1997, 1998 y 1999 supuso una cobertura del sector del 20%, 21% y 7%, respectivamente—, lo que, en su opinión, dificulta una mayor profundidad de los contrastes.

Por otra parte la Central de Balances colabora<sup>9</sup> con el Registro Mercantil para la elaboración de la base de datos Banco de España/ Registros Mercantiles (CBBE/RM), que utiliza para complementar la información de la base de datos anual CBA. A partir de ambas y de las referencias poblacionales del Directorio Central de Empresas (DIRCE), la Central obtiene una primera estimación de las cuentas del sector de empresas no financieras. La base de datos de los Registros permite al Banco de España completar lagunas de su propia base de datos, principalmente las referentes a empresas de pequeña dimensión y las del sector terciario.

---

<sup>9</sup> La Central de Balances y los Registros Mercantiles colaboran por acuerdo suscrito en junio de 1991 entre el Ministerio de Justicia y el Banco de España, desarrollado en 1995 por un acuerdo-marco establecido entre el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y el Banco de España, en lo relativo al depósito de cuentas.

A partir de octubre de 2001 se ha iniciado la distribución de una nueva base de datos de ratios sectoriales de las sociedades no financieras españolas (base de datos RSE) en la página del Banco de España en la Red ([www.bde.es](http://www.bde.es)) creada en colaboración con los Registros de España e integrando la información disponible en las dos bases de datos CBA y CBBE/RM. La base de datos difunde 28 ratios significativos para el análisis económico financiero, definidos según la metodología armonizada para las empresas no financieras de la Unión Europea, los Estados Unidos y Japón de la base de datos BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized*). Presenta resultados desde 1997 a 1999, con un nivel de desglose de cuatro dígitos de la CNAE. Por este motivo es posible encontrar estos ratios calculados para nuestro sector 63.30, *Actividades de las Agencias de Viajes, Mayoristas y Minoristas de Turismo y otras Actividades de Apoyo Turístico*.

### 3.3. Instituto de Estudios Fiscales.

El Instituto de Estudios Fiscales es un organismo dependiente del Ministerio de Hacienda, que en colaboración con el Departamento de Informática Tributaria de la Agenda Estatal de la Administración Tributaria ha elaborado para los años 1989-1993 la publicación de carácter estadístico “Las Cuentas de las Sociedades en las Fuentes Tributarias”<sup>10</sup>.

Esta publicación recoge los resultados de una investigación censal de las empresas españolas que presentan declaración anual del Impuesto de Sociedades, utilizando la información contenida en las propias declaraciones y otros datos de fiscales como la declaración del Impuesto sobre el Valor Añadido o la Declaración Anual de Retenciones sobre las Rentas del Trabajo.

El interés de esta fuente para el conocimiento de la economía española se basa, entre otras, en las consideraciones siguientes <sup>11</sup>:

- Las declaraciones anuales del Impuesto de Sociedades constituyen el documento contable de mayor valor informativo entre los que se presentan por las empresas a la Administración Tributaria ya que abarca la estructura patrimonial, la formación del resultado ordinario de la actividad y los resultados de carácter atípico.
- Las entidades sujetas al Impuesto constituyen el colectivo de mayor importancia económica ya que facturaron el 89% de las ventas de 1993, emplearon al 78,6% de los asalariados, soportando el 81% de la masa de salarios.

Las variables respecto a las que se ofrece información son las principales contenidas en los Balances y Cuentas de Pérdidas y Ganancias Analíticas que declaran las empresas, así como una serie de ratios que facilitan el análisis económico-financiero de las distintas categorías de empresas definidas. La publicación permite conocer, para las agencias de viajes españolas, el valor de los siguientes parámetros<sup>12</sup>:

---

<sup>10</sup> Puede consultarse: Borrego, Alicia, “La fiscalidad de las empresas españolas. Fuentes disponibles: las cuentas de las sociedades en las fuentes tributarias, 1993 y las empresas españolas en las fuentes tributarias, 1995. Instituto de Estudios Fiscales y Agencia Estatal de la Administración Tributaria”, *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, 1999, pp. 269-281.

<sup>11</sup> Instituto de Estudios Fiscales (IEF) y Agencia Estatal de la Administración Tributaria, *Las cuentas de las sociedades en las fuentes tributarias (1993)*, IEF, Madrid, 1996, p. 9.

<sup>12</sup> *Ibidem*, pp. 57-62.

- Tasa de valor añadido: se define como el porcentaje que representa el valor añadido respecto a la producción y sintetiza la capacidad del sector de generar rentas por unidad de producto.
- Tasa de gastos de personal: se define como la proporción que los gastos de personal representan respecto al valor añadido y mide el peso de la mano de obra en la estructura de costes de las agencias de viajes.
- Margen bruto de explotación: se define como la proporción que el resultado bruto de la explotación representa en la cifra de negocio y es la medida básica o primaria de la rentabilidad de la empresa.
- Coste medio por asalariado: relaciona por cociente los gastos de personal con el número de asalariados. La rotación o temporalidad en el empleo conduce a un sesgo a la baja.
- Productividad por asalariado: se define como cociente entre el valor añadido de la empresa y el número de asalariados y representa la aportación de cada trabajador a la generación de rentas de la empresa.
- Rentabilidad económica: relaciona el resultado de las actividades ordinarias más los gastos financieros con el activo real, definido como el activo total menos los gastos de establecimiento, los gastos a distribuir en varios ejercicios, y las provisiones para riesgos y gastos y para otras operaciones de tráfico.
- Rentabilidad financiera: se define como el porcentaje que representa el resultado antes de impuestos respecto a los recursos propios netos y es, por tanto, la rentabilidad contable que obtiene el capital propio.

Los principales criterios de clasificación son: personalidad jurídica de las empresas, tamaño (aproximado por el número de asalariados), rama de actividad y Comunidad Autónoma. Las agencias de viajes aparecen clasificadas dentro del subsector Transporte Aéreo, Marítimo y Fluvial (número 48), sector número 1755.

Esta fuente es utilizada para el análisis económico-financiero de las empresas del sector turístico, entre las que se incluye a las agencias de viajes, en el reciente trabajo del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas titulado “El sector turístico en España”<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Uriel, E., Monfort, V.M., Ferri, J. y Fernández de Guevara, J., op.cit.

En nuestra opinión el reducido ámbito temporal del análisis así como falta de continuidad de esta publicación impide un estudio y seguimiento actualizado de la evolución del sector.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Puede consultarse: Gómez López, María Luz y Truyols Martí, María Antonia, “Las cuentas de las sociedades: fuentes tributarias y Central de Balances”, *Cuadernos de actualidad*, nº1, 1994, pp. 1-13. El propósito de este trabajo es el de dar a conocer las principales características de estas estadísticas tributarias a través de una comparación de sus resultados con los que se derivan de la Central de Balances del Banco de España (CBBE). De la comparación se concluye que la información declarada en los modelos tributarios no difiere de la cumplimentada en otros cuestionarios, si bien existen diferencias en los resultados comparados que se explican por las características de las empresas colaboradoras: la Central de Balances presenta un sesgo hacia empresas grandes y con resultados positivos. Por ello, todas las tasas en que interviene en el numerador el valor añadido o los resultados o los gastos de personal son mayores si se calculan a partir de datos de la CB, que si se utilizan los datos fiscales. Al contrario sucede con los consumos intermedios, cuyo peso disminuye con la dimensión. En cuanto al balance el estudio indica que el acercamiento de las fuentes es mayor entre las estructuras que entre las tasas de variación.

### 3.4. Secretaría General de Turismo.

#### 3.4.1. Estructura Económico-Financiera del Sector de Agencias de Viajes, 1987.

La Dirección General de Política Turística de la Secretaría General de Turismo, a través del Instituto de Estudios Turísticos y con la asistencia técnica de INMARK Estudios y Estrategias, S.A., realizó, en 1987, un estudio denominado “Estructura Económico-Financiera del Sector de Agencias de Viajes”.

Entre sus principales objetivos se encontraba conocer la estructura económico-financiera del sector así como su evolución reciente, y calcular una serie de ratios indicadores de su situación económico financiera.

La muestra operativa sectorial sobre la que se realizó el estudio constaba de 413 agencias (19 mayoristas, 90 mayoristas-minoristas y 304 minoristas), localizadas mayoritariamente en seis comunidades autónomas: Madrid, Cataluña, Baleares, Andalucía, Canarias y Comunidad Valenciana y que representaban aproximadamente el 24% de la población de agencias de viajes españolas, en términos de casas centrales contabilizadas por la Secretaría General de Turismo. (SGT).

El estudio se estructuró en cinco capítulos:

1. Introducción y objetivos del estudio.
2. Características de los establecimientos y de las operaciones del sector.
3. Situación económico financiera.
4. Inversiones.
5. Ratios financieros.

El primero describe los principales objetivos del estudio así como la metodología, a partir de un universo de 1.755 casas centrales registradas al mes de marzo de 1987 en la SGT.

El segundo capítulo permite conocer las características más relevantes del sector a finales de los años ochenta —antigüedad media de las agencias, forma jurídica, capital social, sucursales o relaciones intrasectoriales— así como las principales operaciones por segmentos de actividad y datos del personal.

Los capítulos restantes realizan un análisis de la estructura económico-financiera del sector en 1986. El estudio ofrece la estructura de explotación de las agencias, la estructura media del balance, las inversiones realizadas y un conjunto de ratios denominados especiales. Estos son los siguientes:



- ratios de actividad: tasa de variación de los ingresos totales y valor añadido por persona ocupada;
- ratios de rentabilidad y costes: beneficio bruto de explotación, rentabilidad económica del activo neto, rentabilidad financiera bruta de los recursos propios y coste financiero de los recursos ajenos;
- períodos de maduración: periodo de pago a proveedores y de cobro a clientes;
- ratios de estructura, financiación e inversión: inmovilizado en explotación por empleado, coste medio por persona ocupada, ingresos totales por persona ocupada, cobertura del inmovilizado, tasa de endeudamiento, cash-flow sectorial y cash-flow por persona ocupada.

Para un estudio sectorial resulta una fuente a destacar, pues ofrece información del sector en un momento en que el conocimiento de “la actividad económica de las Agencias de Viajes se encontraba entraba entre los vacíos existentes”<sup>15</sup>.

La principal ventaja de este estudio para un análisis sectorial, radica en la diferenciación por segmentos de actividad —minoristas, mayoristas-minoristas y mayoristas—, diferenciación que no aparece en los datos aportados por la Central de Balances referentes al total de agencias de viajes analizadas.

El principal inconveniente reside en el reducido ámbito temporal del análisis, lo que en 1993 tratará de ser subsanado por Nexopublic Consulting, al optar por dar continuidad a los criterios y definiciones del estudio de 1986 para poder realizar comparaciones en el tiempo.

### 3.4.2. Diseño y desarrollo de un sistema de calidad para el sector de agencias de viajes, 1997.

La Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la Pequeña y Mediana Empresa encargó a la consultora Novotec un estudio para el diseño y desarrollo de un sistema de calidad para el sector de agencias de viajes. Para ello, la consultora elaboró un estudio de la estructura de sector, referido a 1997, mediante un análisis documental, trabajo de gabinete y encuestas a la totalidad de empresas asociadas a la Federación Española de Asociaciones de Agencias de Viajes (FEEAV), a la Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas (AEDAVE) y a la Asociación de Mayoristas de Viajes Españolas (AMAVE). El índice de respuesta a los cuestionarios, remitidos por las propias asociaciones a sus asociados, fue del 15%.

---

<sup>15</sup> Secretaría General de Turismo-Inmark, *Estructura Económico-Financiera del Sector de Agencias de Viajes*, SGT, Madrid, 1987, p. 5.

La caracterización de la estructura del sector se realizó en base a parámetros relativos a los equipamientos, la estructura empresarial y financiera, el tamaño y estructura organizativa, la facturación, la dimensión y características de la plantilla, así como determinados ratios de gestión.

Los resultados del estudio sectorial se agruparon en cuatro capítulos:

- Estructura empresarial
- Producto
- Estructura económica-financiera
- La opinión del sector

En el primer capítulo, se clasifican las agencias de viajes por modalidad, tipo de actividad, afiliación, forma jurídica, antigüedad, comunidad autónoma, pertenencia a un grupo de gestión o franquicia, sucursales, capital social, número de empleados e informatización. Se realiza una comparación en el tiempo, indicando la evolución de estos parámetros, respecto a los datos aportados por Nexopublic Consulting, en el estudio que describimos más adelante.

El segundo capítulo se destina al estudio de las principales especialidades a las que se dedican las agencias de viajes, criterios de selección de proveedores, preferencias de la demanda, origen de clientes de las agencias receptoras y mayoristas más utilizadas por las agencias de viajes minoristas.

El tercer capítulo se destina al análisis económico-financiero del sector empleando los métodos de los porcentajes y los ratios, sobre los datos de un colectivo que la consultora cifra en un 3% del universo total de las agencias de viaje. Este capítulo lo divide en los siguientes apartados:

- Estructura de los ingresos: dedicado al análisis de las partidas de ingresos de las agencias de viajes así como a su forma de cobro.
- Estructura del balance: presenta un balance simplificado del sector, expresando el peso de cada una de las masas patrimoniales de las agencias de viajes.
- Ratios.
- Estructura de explotación: cuenta de pérdidas y ganancias en porcentajes.
- Conclusiones.

Los ratios escogidos para el análisis son los siguientes:

**Ratios de estructura del balance:** referentes a las distintas partidas de activo (inmovilizado, circulante y dentro de éste, realizable y disponible) así como las de pasivo (recursos propios y ajenos, ratio de proporción de la deuda y ratio de capital circulante).

**Ratios de liquidez:** referentes a la liquidez total y tesorería del sector.

**Ratios de cobertura o solvencia:** ratio de solvencia, ratios de cobertura (de los fondos propios, de los recursos permanentes y del exigible a largo plazo) y ratios de relación (entre pasivo y activo circulantes, entre capital y activo circulantes, entre capital propio y capital circulante).

**Ratios de actividad:** tasas de variación de los ingresos y gastos totales y valor añadido por persona ocupada.

**Ratios de rentabilidad y costes:** beneficio bruto de explotación, rentabilidad económica del activo neto, rentabilidad financiera de los fondos propios y coste financiero de los recursos ajenos.

**Ratios de inversión:** coste medio e ingresos por persona ocupada.

Realiza, igualmente, una comparación con los datos correspondientes a 1992, para algunos de los valores obtenidos. En este sentido, como se verá más adelante, es necesario precisar que los datos de Nexo excluyen expresamente los valores referidos a touroperadores, mientras que los de Novotec no realizan tal exclusión.

El último capítulo recoge de forma resumida la opinión del sector sobre su futuro, los avances tecnológicos, la relación con proveedores, las oportunidades y la evolución de la demanda.

### 3.5. Instituto Nacional de Estadística (INE).

En 1993 el Instituto Nacional de Estadística inicia una serie de encuestas con el fin de obtener información sobre las agencias de viajes ubicadas en territorio nacional, por constituir una parte importante y desconocida del sector HORECA y ADV (hoteles, restaurantes, cafeterías y agencias de viajes).

La población objeto de estudio esta constituida por las empresas cuya actividad principal o única está comprendida en la Sección 1 apartado 63.3 Actividades de las *Agencias de Viajes, Mayoristas y Minoristas de Turismo y otras Actividades de Apoyo Turístico*.

El objetivo fundamental es “observar una serie de variables que permitan conocer la estructura del sector así como una cuantificación de las principales componentes económicas que caracterizan su actividad”<sup>16</sup>. El resultado es la publicación de la “Encuesta Piloto de Agencias de Viajes 1993”.

En 1997 se realiza una nueva encuesta, en respuesta a un plan rotativo iniciado en 1992<sup>17</sup> según el cual cada año se estudiaba un sector determinado del sector servicios, con el mismo objetivo de obtener información estructural del sector de agencias de viajes.

Las encuestas realizadas por el INE no permiten un estudio económico financiero pero sí una mejor caracterización del sector, al recoger información sobre<sup>18</sup>:

- la estructura y composición de las empresas: actividad, naturaleza jurídica, medios materiales disponibles,
- las características socioeconómicas del personal empleado,
- y otras variables económicas, tales como impuestos, operaciones de capital, gastos e ingresos financieros, exportaciones e importaciones.

En el bienio 1998-1999, la información sobre agencias de viajes aparece dentro de la Encuesta Anual de Servicios elaborada para “poder ofrecer, en dos años, una visión completa del sector más importante de la economía en términos de

---

<sup>16</sup> Instituto Nacional de Estadística, *Encuesta Piloto de Agencias de Viajes 1993*, INE, Madrid, 1995, p. 7.

<sup>17</sup> Para abordar el estudio del poco conocido sector servicios el INE, en 1992, diseñó un sistema rotatorio de forma que en un período de cinco años se tuviese un primer estudio de todas las actividades que lo integraban. Este esfuerzo pronto resulta insuficiente, pues la importancia del sector en la economía española demandaba una mayor información y una mayor periodicidad. El INE decide en 1998 iniciar un nuevo camino con la elaboración de la Encuesta Anual de Servicios que ofrece información anual del sector de acuerdo con la normativa comunitaria.

<sup>18</sup> Instituto Nacional de Estadística, *Agencias de Viajes 1997*, INE, Madrid, 2000, p. 7.

participación en el Producto Interior Bruto y de creación de Empleo”<sup>19</sup>. Hay que resaltar que en cada encuesta no figura la totalidad de las actividades del sector servicios, lo que afortunadamente no ha afectado a las agencias de viajes ni a la hostelería que aparecen en ambas encuestas, gracias al menor número de empresas que componen las muestras, 2956 agencias de viajes y 6560 hoteles y otros hospedajes en 1998 frente a otras empresas como las de restauración, con 17196, que sólo figuran en la encuesta anual de 1998. En la Encuesta Anual de Servicios para el año 2000 —de la que se dispone de datos provisionales a la fecha de presentación de esta tesis doctoral— el INE presenta por primera vez una visión global de todo el sector servicios<sup>20</sup>.

La principal ventaja de las dos encuestas publicadas es la visión conjunta que ofrecen sobre las empresas que desarrollan actividades relacionadas con el turismo, según el criterio del INE, hostelería, restauración y agencias de viajes. Ofrecen datos sobre las características estructurales y económicas de estas empresas, entre las que se incluyen, número y tamaño medio, forma jurídica predominante, volumen de negocios, tipos de empleo generados, productividad y salarios<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Instituto Nacional de Estadística, “El sector servicios en España. 1998”, *Fuentes Estadísticas*, 48, 2000, p. 1. La Encuesta Anual de Servicios se elabora de acuerdo con el Reglamento (CE, EURATOM) No 58/97 de Consejo, de 20 de diciembre de 1996, relativo a las Estadísticas Estructurales de Empresas (“Diario Oficial de las Comunidades Europeas”, número L 14, de 17 de enero de 1997).

<sup>20</sup> Instituto Nacional de Estadística, “El turismo en 2001”, *Cifras INE*, abril, 2002.

<sup>21</sup> Instituto Nacional de Estadística:

*Encuesta Anual de Servicios: 1998*, INE, Madrid, 2000, pp. 75-82, 198-199 y 216.

*Encuesta Anual de Servicios: 1999*, INE, Madrid, 2001, pp. 51, 65-66, 152-155.

### 3.6. DBK Análisis Sectorial y Estratégico (1991- 2000).

La empresa DBK realiza un análisis sectorial y estratégico denominado “Touroperedores y agencias de viaje” que profundiza en la evolución reciente y las tendencias de sector en España, las fuerzas competitivas relevantes, los factores clave de éxito, la demanda y la oferta y las perspectivas a corto y medio plazo, con análisis de las oportunidades y amenazas del sector.

Este estudio se completa con un segundo informe que tiene por objeto analizar la situación económico-financiera del sector touroperedores y agencias de viaje en España. Para ello, selecciona las cuentas anuales de un número de sociedades líderes del sector cuya representatividad basa en dos consideraciones:

1. que la suma de las empresas seleccionadas cubre una importante proporción de la cifra de negocios del sector;
2. que en sectores muy fragmentados en los que resulta muy difícil reunir una cuota de mercado significativa, las empresas líderes del sector suponen un referente obligado para el resto.

El estudio denomina “cuentas agregadas del sector” a la suma aritmética de las cuentas de las sociedades seleccionadas, descartando las cuentas de las sociedades de cartera, las sociedades cuyas ventas en el sector no alcanzan el 50% de su facturación y las sociedades de las que únicamente se disponía de cuentas consolidadas.

El balance y la cuenta de pérdidas y ganancias del sector se presentan en valores absolutos y relativos, conociéndose el importe de cada epígrafe en millones de pesetas y en porcentaje. Asimismo se elaboran ratios significativos a efectos de análisis económico financiero:

- Ratios de rentabilidad: ROE o rentabilidad sobre los recursos propios, ROI o rentabilidad sobre la inversión y ROS o rentabilidad sobre las ventas.
- Ratios de eficiencia: rotación del activo neto y rotación del activo circulante.
- Ratios financieros: de liquidez, disponibilidad, endeudamiento, de cobertura del inmovilizado y plazos medios de cobro a clientes y de pago a proveedores.

Cada estudio presenta los datos individuales de las empresas incluidas en la estimación de los importes sectoriales, esto es, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y los ratios antes mencionados por agencia de viajes y touropedor. Esta importante relación de datos obtenidos de los Registros Mercantiles así como de datos sectoriales ha constituido para la tesis doctoral una importante fuente de contraste, en la medida que ha permitido matizar las conclusiones obtenidas a partir de los datos de la Central de Balances Anual.

### 3.7. Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas -Nexopublic Consulting. Análisis estructural, económico y financiero de las agencias de viajes en España: 1992.

Dentro del Plan Marco de Competitividad del Turismo Español o Plan Futures, elaborado por la Secretaría General de Turismo, la Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas (AEDAVE) encomendó a Nexopublic Consulting, la realización de un análisis estructural, económico y financiero de las agencias de viajes en España.

En octubre de 1993 se inicia el análisis sobre datos obtenidos de 1992 con los objetivos similares a los planteados en el estudio, antes mencionado, de 1986. Entre ellos<sup>22</sup>:

- actualizar y ampliar la información referente a la configuración del sector y su evolución;
- conocer la estructura profesional y económico -financiera así como su evolución;
- determinar un conjunto de ratios especiales, los mismos que los elaborados por el estudio de 1986, con el fin de realizar una comparación y observar la tendencia temporal.

El tamaño de la muestra analizada es de 400 agencias de viajes, un 18,35% del universo del estudio —2180 agencias de viajes minoristas y mayoristas-minoristas— lo que estiman que permite, con un nivel de confianza del 95,5%, un límite de error en torno al  $\pm 4\%$ .

La principal ventaja de este estudio para un análisis sectorial, radica en la diferenciación por segmentos de actividad —minoristas y mayoristas-minoristas—. Sin embargo hay que indicar que el estudio excluye expresamente a las agencias mayoristas “puras” o “touroperadores”, por considerar que son proveedoras de las agencias de viajes y que incluirlas puede llevar a una duplicación de la facturación así como de otros datos económicos manejados.

El principal inconveniente reside en el reducido ámbito temporal del análisis, que se ciñe a los datos de 1992, si bien realiza una breve comparación con sus correspondientes de 1986 aprovechando el mencionado estudio realizado por la Secretaría General de Turismo en 1987.

Este trabajo realiza en primer lugar una caracterización sectorial —aportando datos sobre el número, la antigüedad, la forma empresarial o el personal ocupado de las agencias de viajes—; a continuación estudia las actividades del sector y por último

---

<sup>22</sup> AEDAVE-Nexopublic Consulting, *Análisis estructural, económico y financiero de las agencias de viajes en España*, Madrid, (1993), pp. 7-8.

analiza la situación económico-financiera del sector. En el análisis se diferencian varios apartados:

- Ingresos de las agencias de viajes: donde estima la cifra de negocio de la muestra y su incremento respecto a 1986, que estima en un 66% debido a una mayor contribución de las mayoristas-minoristas.
- Estructura de los ingresos totales: analiza esta estructura en base a distintos criterios, como el tipo de servicios prestados, el tipo de cliente, la modalidad de pago, la estacionalidad, los puntos de venta o las agencias vendedoras de programas mayoristas.
- Estructura de explotación: este apartado muestra la estructura media de explotación de las agencias de viajes en 1992 e indica que las características generales son muy parecidas entre las mayoristas-minoristas y las minoristas. Como veremos en el análisis de los datos de la Central de Balances las características generales, como el elevado peso de las “materias primas” o los gastos de personal y los reducidos márgenes de explotación, se mantienen a lo largo del período analizado.
- Estructura de balance: los rasgos generales de la estructura media, con un predominio del activo circulante y del endeudamiento a corto, resultan similares a los obtenidos en nuestro estudio a partir de una base de datos diferente.
- Inversiones: este apartado analiza aspectos relacionados con la estructura económica fija de las agencias de viajes, como las inversiones en inmovilizado material, la informatización o la implantación de los sistemas de reservas, cuya evolución es indicativa del crecimiento y de la futura supervivencia del sector.
- Ratios especiales: indica expresamente que opta por dar continuidad a las definiciones y criterios del estudio de 1986, para tratar de observar la tendencia de un conjunto de ratios de actividad, de rentabilidad y costes, de gestión de activos y de estructura, financiación e inversión.



### 3.8. Federación Española de Agencias de Viajes - Arthur Andersen. Análisis de la evolución de la rentabilidad de las agencias de viajes: 1988-1992.

Aprovechando las posibilidades que ofrecía el Plan Futures a los colectivos empresariales integrantes del sector turístico español, las agencias de viajes pertenecientes a la Federación Española de Agencias de Viajes (FEAAV) encomendaron a Arthur Andersen la realización de un análisis de la evolución de la rentabilidad de las agencias de viajes para el período 1988-1992.

El objetivo del proyecto era describir el comportamiento de aquellos factores que incidían significativamente en la evolución de la rentabilidad de las agencias de viajes en el período 1988-1992, así como analizar las posibles líneas de actuación para mejorar esa rentabilidad.

No pretende un análisis de la estructura económico-financiera de las agencias de viajes; estudia exclusivamente aquellos aspectos significativos de su rentabilidad. Para ello analiza el impacto de los distintos factores sobre la rentabilidad del sector, diferenciando por actividad y tamaño: pequeñas agencias minoristas y grandes mayoristas-minoristas, agencias emisoras y agencias receptoras.

Del análisis de los datos de los cuestionarios y de la información sectorial utilizada se concluye que en el período comprendido entre 1988 y 1992 se ha producido un cambio sustancial en la rentabilidad de las agencias de viajes provocado por:

- Factores internos: rigideces en las comisiones de intermediación, aumento de costes salariales y de estructura (alquileres, redes informáticas de reservas, promoción y publicidad y otros costes de estructura) y financiación.
- Factores externos: evolución del turismo, tarifas aéreas, precios de otros servicios y competencia.

Desde 1988 a 1990 observa una evolución creciente de la facturación gracias a “los efectos positivos de una economía mundial en alza y una evolución positiva de la moneda del tráfico emisor” y desde 1991 a 1992 una evolución decreciente donde el impacto negativo de la ralentización de la economía mundial y de la española en concreto, afectó al turismo y al precio ofertado por sus servicios por los transportistas y mayoristas turísticos.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Federación Española de Asociaciones de Agencias de Viajes, Arthur Andersen, *Análisis de la evolución de la rentabilidad de las agencias de viajes: 1988-1992*, Arthur Andersen, Madrid, 1994, pp. 10-12.

Consultadas las fuentes públicas y privadas disponibles en el momento de realizar nuestro estudio, constatamos la dificultad de llevar a cabo un análisis riguroso acerca de la gestión económico-financiera de las agencias de viajes en España debido a:

- La notable escasez de estudios económico-financieros sobre el sector.
- La falta de homogeneidad en los criterios de estudio, que imposibilita un seguimiento de la evolución del sector.
- La enorme dispersión de las fuentes estadísticas, ya que los datos han sido recabados de distintas instituciones, tanto públicas como privadas.
- La dificultad de acceso a determinadas fuentes, especialmente las de carácter privado.

Hemos considerado que la fuente más representativa es la Central de Balances del Banco de España por encontrar que esta base de datos aporta las siguientes ventajas:

- Disponibilidad de series temporales homogéneas —desde un punto de vista metodológico— desde 1982, si bien el número de empresas consideradas en cada ejercicio no es constante.
- Calidad de los datos, avalada mediante pruebas de coherencia y el contacto directo con las empresas aludidas, así como por un amplio desglose de la información.

La representatividad de dicha fuente se ha expresado en términos de volumen de negocio de las muestras sobre el total del sector estimado por el INE. Asimismo la composición de las muestras, en cuanto al tamaño de las empresas, se considera una representación razonable del sector.

## 4. Caracterización del Sector de las Agencias de Viajes.

La Central de Balances del Banco de España, en la publicación electrónica “Resultados anuales de las empresas no financieras 1999” denomina agrupación turismo al apartado 63.30, *Actividades de las Agencias de Viajes, Mayoristas y Minoristas de Turismo y otras Actividades de Apoyo Turístico*, de la sección I, Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones, de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE), aprobada por Real Decreto 1560/1992, de 18 de diciembre<sup>1</sup>.

Esta agrupación encuentra su correspondencia en el apartado 6304, *Agencias de Viajes, Organizadores de Excursiones y Guías Turísticos*, de la Clasificación Internacional Uniforme de Actividades Turísticas, elaborada por la Organización Mundial del Turismo y adoptada por la Comisión de Estadísticas de las Naciones Unidas en marzo de 1993<sup>2</sup>, y es calificada como actividad dedicada por entero al turismo o actividad que presta todos los servicios a los turistas.

Del total de empresas que forman parte de este colectivo, en nuestra investigación establecemos la hipótesis de que la subclase “otras Actividades de Apoyo Turístico”, que comprende a guías turísticos y oficinas de turismo, no presenta un peso significativo en la serie de datos disponibles. Dos motivos explican esta decisión:

---

<sup>1</sup> Instituto Nacional de Estadística, *Clasificación Nacional de Actividades Económicas: 1993 (CNAE-93)*, INE, Madrid, 1993, pp. 87 y 226. La CNAE-93 es la clasificación de actividades económicas vigente, elaborada por el INE para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento del Consejo de la Comunidad Económica Europea número 3037/1990, de 9 de octubre, que establece la nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea, denominada NACE (Revisión I), de utilización obligatoria para todas las estadísticas comunitarias de actividades económicas, y que autoriza a los Estados miembros a que puedan elaborar una nomenclatura nacional derivada de la misma. En la actualidad Eurostat ha iniciado los trabajos para la elaboración una nueva NACE para el año 2007. En ella se espera una reclasificación de actividades, que podría afectar al sector de agencias de viajes actualmente inscrito en la sección “transporte, almacenamiento y comunicaciones”. Otras clasificaciones más recientes, como la NAICS (*North American Industry Classification System*), aprobada por EEUU, Canadá y México en 1997, insertan al subsector en la sección 56 *Servicios de apoyo a la empresa/tratamiento de residuos*, considerado uno de los “cajones de sastre” de la clasificación.

La escasa importancia estadística que se le ha otorgado al subsector se manifiesta en la posición que ocupa en los sistemas de clasificación, la cual determina el nivel de desagregación de la información, así como su grado de detalle y representatividad.

<sup>2</sup> El texto de la CIUAT forma parte de las recomendaciones sobre estadísticas de turismo publicado conjuntamente por la División de Estadísticas de las Naciones Unidas y la OMT.

- las actividades de los guías turísticos no suelen aparecer porque se trata de profesionales autónomos que raramente colaboran con la Central de Balances,
- las actividades de las oficinas de turismo que pudieran enmarcarse en el ámbito público, quedan excluidas ya que la primera condición para recibir datos es que se trate de una actividad de mercado; en este sentido, las oficinas de turismo se definen como “aquellos servicios públicos dependientes, por regla general, de instituciones y organismos públicos que tienen como misión informar y orientar al turista durante su estancia o viaje vacacional, facilitando, gratuitamente, datos y material informativo y de propaganda turística”<sup>3</sup>.

El escaso peso que representa esta partida sobre el total de la agrupación 63.30 puede observarse en la estadística Agencias de Viajes 1997 elaborada por el INE<sup>4</sup>, según la cual las actividades de los guías turísticos y oficinas de turismo aportaron el 2% de las ventas del sector.

La investigación, por lo tanto, toma los datos de la Central referidos al sector de “agencias de viajes, mayoristas y minoristas de turismo” partiendo de la hipótesis de que la parte correspondiente, en su caso, a “otras actividades de apoyo turístico” nunca se referirá a montantes significativos. Otros autores así lo consideran al tomar como datos sectoriales de las agencias de viajes los aportados por la Central de Balances<sup>5</sup>.

Los datos manejados en la presente tesis doctoral son los contenidos en las bases de datos anuales cerradas de la Central de Balances, que contienen los resultados anuales de las empresas no financieras en el período 1983-1998, y asimismo se han incorporado los datos referentes al ejercicio 1999 recientemente publicados, que corresponden a una base de datos abierta hasta abril de 2002 y cuyos resultados definitivos no se publicarán hasta finales de dicho año. A pesar de su publicación, no se han incorporado los resultados de avance del año 2000, por considerarlos demasiado preliminares, dado que se seguirán recibiendo datos de las empresas hasta abril del 2003.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> Montaner, Jordi, *Estructura del mercado turístico*, segunda edición, Síntesis, Madrid, 1996, p. 274.

<sup>4</sup> Hay que indicar que el INE utiliza en sus estadísticas la denominación de agencias de viajes para designar a todo el grupo 63.30, que incluye a guías turísticos y oficinas de turismo.

<sup>5</sup> Bayón, F., Albert, I., Reneses, C. y Tomás, S., *Invertir en una agencia de viajes en España. El caso de Viajes First Class*, Escuela Oficial de Turismo, Madrid, 1994, pp. 45-56.

<sup>6</sup> Banco de España. Central de Balances:

- *Resultados anuales de las empresas no financieras 1999*, CD-ROM, Madrid, 2000.

- *Resultados anuales de las empresas no financieras 2000*, CD-ROM, Madrid, 2001.

## 4.1. Estudio del negocio.

### 4.1.1. Concepto y fines.

La Orden Ministerial de 14 de abril de 1988 (Boletín Oficial del Estado, número 97, de 22 de abril) por la que se aprueban las normas reguladoras de las agencias de viajes establece en su artículo 1.1. que:

“Tienen la consideración de Agencias de Viajes las Empresas constituidas en forma de Sociedad mercantil, Anónima o Limitada, que, en posesión del título-licencia correspondiente, se dedican profesional y comercialmente en exclusividad al ejercicio de actividades de mediación y/o organización de servicios turísticos, pudiendo utilizar medios propios en la prestación de los mismos.”

Esta definición permite obtener las características de las Agencias de Viajes españolas<sup>7</sup>:

- Forma jurídica: la actividad está destinada a empresas que adoptan la forma de sociedad anónima o de responsabilidad limitada o, en algunas comunidades autónomas, a personas físicas.
- Autorización administrativa: precisan de un “título-licencia” que les habilite para el ejercicio de sus funciones y que está ligado al cumplimiento de los requisitos estipulados en el artículo 5 de la Orden Ministerial.
- Dedicación exclusiva: el ejercicio de las funciones de las agencias de viajes no puede simultanearse con otras.
- Funciones principales: la mediación y organización de servicios turísticos, o ambas a la vez.
- Posibilidad de utilizar medios propios en la prestación de los servicios: lo que supone la integración vertical en el sector a través de la propiedad de hoteles, medios de transporte, etc.

Los fines propios de las Agencias de Viajes son, según el artículo 2.1 de la citada Orden Ministerial, los siguientes:

- La mediación en la venta de billetes y reserva de plazas en toda clase de medios de transporte, así como en la reserva de habitaciones y servicios en las

---

<sup>7</sup> Vogeler, Carlos y Hernández, Enrique, *Estructura y organización del mercado turístico*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1997, p. 247.

empresas turísticas y particularmente en los establecimientos hoteleros y demás alojamientos turísticos.

- La organización y venta de los denominados “paquetes turísticos”. Se entenderá a este efecto por “paquete turístico” el conjunto de servicios turísticos (manutención, transporte, alojamiento, etc.) ofertado o proyectado a solicitud del cliente, ambos a un precio global preestablecido.
- La actuación como representante de otras agencias de viajes nacionales o extranjeras para la prestación, en su nombre y a la clientela de éstas, de cualquiera de los servicios enumerados en el presente artículo.

Estas actividades son asignadas en exclusiva a las agencias de viajes, frente a otras que pueden realizarse también por otros tipos de empresas intermediarias, enumeradas en el artículo 2.3. de la Orden Ministerial:

- Información turística y difusión de material de propaganda.
- Cambio de divisas y venta y cambio de cheques de viajeros.
- Expedición y transferencia de equipajes por cualquier medio de transporte.
- Formalización de pólizas de seguro turístico, de pérdidas o deterioro de equipajes y otras que cubran los riesgos derivados de los viajes.
- Alquiler de los vehículos con o sin conductor.
- Reserva, adquisición y venta de billetes o entradas de todo tipo de espectáculos, museos y monumentos.
- Alquiler de útiles y equipos destinados a la práctica del turismo deportivo.
- Fletar aviones, barcos, autobuses, trenes especiales y otros medios de transporte para la realización de servicios turísticos propios de su actividad.
- Prestación de cualesquiera otros servicios turísticos que complementan los enumerados en el presente artículo.

Las funciones que realizan las agencias de viajes pueden resumirse, siguiendo a Isabel Albert<sup>8</sup>, en tres:

- función asesora: consiste en la información y asesoramiento al cliente que le ayude a la elección de la mejor alternativa, aquella que permita una mayor satisfacción de sus necesidades; como anticipaba Albert, “puede convertirse en la principal razón de ser de muchas agencias de viajes”. Así lo advierte también Iñaki Barredo, ante la futura revisión del papel las agencias de viajes: “el agente

---

<sup>8</sup> Albert, Isabel, *Gestión y técnicas de agencias de viajes*, Síntesis, Madrid, 1989, pp. 21-25.

de viajes, como experto conocedor del turismo (productos, zonas, experiencias, etc.) y de sus instrumentos (más accesibles, pero quizás más sofisticados) gana en su papel de asesoramiento al cliente final”, ya que aporta “informaciones cualitativas y aspectos del disfrute del tiempo de ocio muy difícilmente cuantificables y catalogables en una base de datos tradicional”<sup>9</sup>.

Las agencias de viajes cumplen así la función esencial de aportar un tratamiento personalizado a la demanda, lo que, en opinión de los agentes de viajes, es una de las razones que aseguran la supervivencia del sector. Esta función asesora es ejercida de forma gratuita en España pero, como señala Albert, a medida que esta función “se perfecciona en el mercado deberá aceptar la consecuente remuneración al igual que ocurre con otros profesionales de servicios con función asesora: abogados, brokers de seguros, asesores fiscales o incluso médicos”<sup>10</sup>.

- función mediadora: se trata de poner en contacto a oferentes y demandantes de servicios turísticos, acercando el producto al cliente; los motivos que han explicado tradicionalmente la utilización de intermediarios en la comercialización del turismo han sido principalmente tres<sup>11</sup>:

- razones económicas: la creación y mantenimiento de una red de venta requiere una considerable inversión que los oferentes —hoteles, compañías de transporte, restaurantes, etc.— ahorran si acuden a los intermediarios;

- razones de eficiencia en la labor de venta: debido a la especialización de las agencias de viajes —en productos específicos como el turismo de incentivos o de larga distancia, en tipos de cliente, etc.— y a la experiencia acumulada se considera a las agencias de viajes más aptas para realizar la función de venta;

- preferencia de los turistas: que reciben un servicio gratuito, ya que no supone un coste adicional, que puede incluso ser de ayuda para obtener mejores precios.

Estas razones, no obstante, se ven revisadas tras la llamada revolución en las tecnologías de la información que ha posibilitado la creación de las agencias de viajes virtuales, la oferta de billetes o alojamientos a través de las páginas web de los propios oferentes y la eliminación de las agencias de viajes en la cadena de distribución turística.

---

<sup>9</sup> Barredo, Iñaki, “Agencias de Viaje”, *Informes Sectoriales de la Comunidad Autónoma del País Vasco*, n° 42, Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras, octubre 1997, pp. 26-27. Obtenido en: [www.fcavn.es](http://www.fcavn.es)

<sup>10</sup> Albert, Isabel, *Gestión, productos y servicios de las agencias de viajes*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999, p. 27.

<sup>11</sup> Acerenza, Miguel A., *Agencias de viajes: organización y operación*, Trillas, México, 1990, pp. 25-28.

- función productora: consiste en “diseñar, organizar, comercializar y operar viajes y productos turísticos originados por la combinación de diferentes servicios y ofertados por un precio global preestablecido”<sup>12</sup>; se trata de los viajes combinados, según la terminología empleada por la normativa comunitaria, que pueden incluir servicios como el transporte, el alojamiento, la manutención, las visitas, etc. En la jerga técnica de las agencias de viajes se denominan paquetes o viajes a la medida (forfaits) según sean confeccionados a la oferta o a la demanda, respectivamente. Esta función exige actualmente de las agencias de viajes<sup>13</sup>:

- una investigación permanente de mercado, que informe de las necesidades y tendencias de la demanda, los nichos de mercado y las alternativas que ofrece la competencia;

- creatividad e imaginación para diseñar, diferenciar y ofertar con éxito nuevos viajes y productos;

- una intensa preocupación por calidad del servicio y del producto, mediante una cuidadosa selección de los proveedores y verificación de las condiciones de los servicios; por ejemplo Kuoni dispone de un departamento encargado de verificar las condiciones de seguridad e higiene de los distintos servicios (aviones, hoteles, etc.), lo que permite la mejor selección de los proveedores y garantiza la calidad del producto que ofrece;

- una eficaz gestión de los costes que posibilite precios competitivos y a la vez capaces de sostener la rentabilidad del sector; en efecto las agencias de viajes tienen la posibilidad de aprovechar las economías de escala que generan los altos volúmenes contratación de servicios —por ejemplo, especializándose o cooperando con otras agencias de viajes, para mejorar los precios de los proveedores de los servicios gracias a una mayor capacidad negociadora— así como beneficiarse del uso de las tecnologías de la información para obtener una mayor productividad de la plantilla.

Esta función productora, como recuerda Albert, se amplía continuamente, al incluir actividades tan dispares como la producción propia y/o venta de material informativo en formato libro, audiovisual o multimedia, de equipos relacionados con la práctica deportiva y/o viajera, la organización de actividades deportivas, bodas, acontecimientos familiares, reuniones profesionales, etc.

---

<sup>12</sup> Albert, Isabel, *Gestión, productos y servicios de las agencias de viajes*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999, p. 30.

<sup>13</sup> *Ibidem*, pp. 30-31.



#### 4.1.2. Clases.

De acuerdo con el artículo 3 de la Orden Ministerial las Agencias de Viajes se clasifican en tres grupos:

- Agencias mayoristas: son aquellas que proyectan, elaboran y organizan toda clase de servicios y paquetes turísticos para su ofrecimiento a las agencias minoristas, no pudiendo ofrecer sus productos directamente al usuario o consumidor. Su función consiste en contratar servicios en grandes cantidades y revenderlos exclusivamente a través de las agencias minoristas, lo que no sucede en otros países en los que estas agencias pueden vender directamente al cliente final. Como sinónimo de mayorista también se utiliza el anglicismo touroperador, aunque esta denominación se aplica a aquellas agencias que forman grandes grupos empresariales —integrados horizontal o verticalmente—, utilizan transportistas y alojamientos de su propiedad, crean diferentes marcas para sus programas de viajes, operan internacionalmente y mueven elevados volúmenes de clientes y de ventas. En realidad ambas denominaciones comparten las mismas características esenciales<sup>14</sup>:

-su principal función es la producción de viajes a la oferta;

-asesoran a las agencias de viajes minoristas en sus consultas para la venta directa;

-contratan los servicios en grandes cantidades y negocian tarifas reducidas con los proveedores de servicios; esta contratación anticipada, que permite reducir costes, les lleva a asumir altos riesgos;

-suelen ofertar programas especializados por destinos, segmentos de mercado o productos con marcas diferentes al nombre del touroperador o mayorista, editando miles de folletos además de guías de viaje, lo que supone unos elevados gastos en publicidad, que rentabilizan no tanto por el margen, que suele ser reducido, como por el elevado volumen de viajeros que trasladan;

-poseen una estructura organizativa compleja.

- Agencias minoristas: son aquellas que pueden vender el producto de las agencias mayoristas directamente al cliente final, o bien proyectar, elaborar, organizar y/o vender toda clase de servicios y paquetes turísticos directamente al usuario, no pudiendo ofrecer sus productos a otras agencias. Son las que aportan el tratamiento personalizado al cliente final, donde la función asesora cobra especial importancia, y en cuanto a la función productora, la desarrollan en menor escala que las agencias de viajes mayoristas.

---

<sup>14</sup> Ibidem, pp. 33-34.

- Agencias mayoristas-minoristas: son aquellas que pueden simultanear las actividades de los dos grupos anteriores. Señala Albert que es muy frecuente que nazcan como agencias de viajes minoristas que, cuando la dimensión del producto lo aconseja, se reconvierten en mayoristas-minoristas, mediante la correspondiente ampliación del capital y la fianza, para poder distribuir sus productos a otras agencias de viajes y aumentar así sus puntos de venta.<sup>15</sup>

Asimismo, es posible diferenciar otras clasificaciones de agencias de viajes:

- Según el tráfico de viajeros: son emisoras (outgoing) si “emiten o envían viajeros a áreas geográficas diferentes —nacionales o extranjeras— de aquellas donde está ubicada la agencia de viajes” y receptivas (incoming) si “se ocupan de traer o atender a los turistas que vienen de otras áreas geográficas”.<sup>16</sup>
- Según la especialización por productos: pueden dedicarse al turismo de incentivos, deportivo, joven, de la tercera edad, etc.

## 4.2. El Sector de las Agencias de Viajes en España.

### 4.2.1. Número de Casas Centrales y Sucursales.

En el año 1999<sup>17</sup>, el sector estaba integrado por 3403 empresas, de las cuales 2949 eran agencias de viajes minoristas, 324 pertenecían al segmento mayorista-minorista y 130 al mayorista. El segmento de actividad minorista, que representa a esa fecha el 87% del total de casas centrales del sector, mantiene prácticamente ese peso a lo largo del período 1982-1999 (Tabla Anexo A5.1).

Un análisis de la serie histórica disponible permite observar que el número de casas centrales en 1999 era más de cuatro veces el volumen correspondiente a 1982 (Tabla Anexo A5.1), lo que muestra un importante crecimiento de la oferta del sector, que se caracteriza por una estructura altamente atomizada, en la que predominan las pequeñas empresas con un ámbito de acción reducido a su localidad o región. Este predominio de la empresa pequeña se verifica a nivel europeo<sup>18</sup>, con un número medio de trabajadores entre 5 y 10, que sin embargo encubre diferencias por países y la convivencia de grandes grupos empresariales con micro empresas de uno o dos empleos.

---

<sup>15</sup> Ibidem, p. 36.

<sup>16</sup> Ibidem, p. 37-38.

<sup>17</sup> Obtenido de la base de datos de Turespaña a 13.01.2000.

<sup>18</sup> Eurostat, *Panorama of European Business: Data 1989-1999*, Office for Official Publications of the European Communities, France, 2000, p. 460.

El Instituto de Estudios Turísticos observa que es un rasgo del sector turístico español:

“En España las PYMES son mayoritarias, pero lo son y más aún en el sector turístico, compuesto de un gran número de empresas familiares o empresarios autónomos, que ofrecen precios competitivos, servicios personalizados, pero con un personal de baja cualificación profesional, escasa innovación tecnológica, y apenas inversión lo que provoca un mayor número de aperturas y cierres de negocios.”<sup>19</sup>

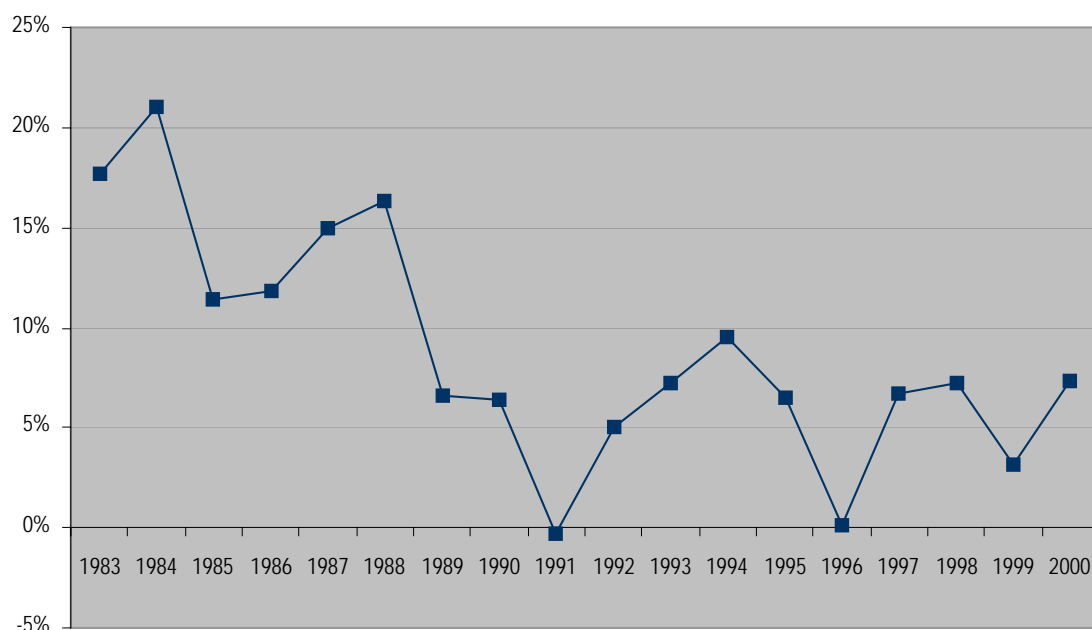
El número de casas centrales creció todos los años excepto en 1991, coincidiendo con el conflicto del Golfo Pérsico, pero las tasas de crecimiento anual sufrieron importantes variaciones. En 1984, el crecimiento fue del 21%, el más alto de todo el período, al que le seguiría un descenso continuado de las tasas de crecimiento hasta la negativa, casi cero, de 1991. En el trienio 1992-1994 crecen hasta alcanzar el 10%. Desde allí decrecen hasta hacerse 0% en 1996, y crecen al 7% en el bienio 1997-1998, para descender de nuevo en 1999 (Gráfico 4.1).

La tendencia de las tasas de crecimiento es al descenso, lo que supone una disminución del crecimiento de la fragmentación del sector. Si se comparan los datos con los obtenidos de la entrada de visitantes a España, se comprueba que en los primeros años de la década el número de agencias de viajes aumenta en un porcentaje mayor a la tasa de crecimiento de los visitantes y desde mediados de la década esta tendencia se invierte (Tabla A5.3).

---

<sup>19</sup> Instituto de estudios turísticos, *Empleo y turismo*, en página web: [www.iet.tourspain.es](http://www.iet.tourspain.es).

Gráfico 4.1. Tasas de evolución del total de agencias de viajes.



Fuente: Secretaría General de Turismo-Turespaña y elaboración propia.

En 1999 el sector registraba 4235 sucursales, pertenecientes principalmente al segmento mayorista-minorista, con un peso del 58%, seguido del minorista, con un 40% del total de sucursales de las agencias de viajes españolas. La actividad mayorista se caracteriza por su escaso peso, con casi un 3% del total, lo que está en coherencia con la propia naturaleza de su actividad (Tabla A5.2). El número de sucursales experimenta un importante crecimiento, ya que en 1999 es casi el triple del existente en 1982; un estudio de su distribución pone de manifiesto la existencia de fuertes grupos empresariales ya que sólo el 2% de las agencias de viajes consultadas tenía más de cincuenta sucursales y el 77% no superaba las diez<sup>20</sup>.

El importante crecimiento de la oferta y, por tanto, de la competencia en el sector queda asimismo reflejada en la evolución del número medio de agencias de viajes por cada 100000 habitantes en la Unión Europea. En el periodo 1990-1999, los quince casi duplicaron ese promedio, y en el caso de España la densidad en 1999

<sup>20</sup> Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la Pequeña y Mediana Empresa-Novotec, *Diseño y desarrollo de un sistema de calidad para el sector de agencias de viajes*, Vol. I, Capítulo 6, Novotec, Madrid, 1997, p. 7.

fue más del triple de la existente en 1990<sup>21</sup>; España fue el segundo país en crecimiento y el quinto en densidad, por detrás de Austria, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia.

Tabla 4.1. Número de agencias de viajes por cada 100.000 habitantes en la Unión Europea.

|              | 1990 | 1999 | Variación<br>1990-1999 |
|--------------|------|------|------------------------|
| Austria      | ...  | 23,7 | ...                    |
| Bélgica      | 10,6 | 11,9 | 12%                    |
| Dinamarca    | 7    | 6,8  | -3%                    |
| Finlandia    | ...  | 14,4 | ...                    |
| Francia      | 4,1  | 6    | 46%                    |
| Alemania     | 12,4 | 10,6 | -15%                   |
| Grecia       | ...  | ...  | ...                    |
| Irlanda      | 9,4  | 11,7 | 24%                    |
| Italia       | 8,5  | 11,3 | 33%                    |
| Luxemburgo   | 6,6  | 20,2 | 206%                   |
| Países Bajos | 4,5  | 20   | 344%                   |
| Portugal     | 6,7  | 12,4 | 85%                    |
| España       | 4,6  | 14,6 | 217%                   |
| Suecia       | ...  | 15,5 | ...                    |
| Reino Unido  | 7,5  | 9,5  | 27%                    |
| EUR 15       | 7,4  | 12,3 | 65%                    |

Fuente: Eurostat.

El elevado número de empresas que operan en el sector no debe esconder el hecho de que junto a un gran número de pequeñas empresas compiten grandes operadores que están participando en frecuentes y grandes operaciones de integración horizontal y vertical. El rasgo que caracteriza al sector en los años noventa, es la tendencia a la concentración y la integración vertical y horizontal:

<sup>21</sup> Nótese que en el cálculo de los promedios de la Unión Europea no se incluyen los datos de Grecia, Austria, Suecia y Finlandia, para hacerlos comparables. Datos obtenidos en:

Eurostat, *Panorama de l'Industrie Communautaire 97: Volume 2*, Office des publications officielles des Communautés européennes, Belgium, 1997, p. 48.

Eurostat, *Eurostat Yearbook 2002: A statistical eye on Europe*, Office for Official Publications of European Communities (en prensa).

“Esta carrera por el tamaño y la integración está llevando al sector turístico en España a formalizar alianzas de la más diversa índole: horizontales (entre diferentes compañías de una determinada actividad, a nivel nacional o mundial, para ampliar red y repartirse mercados); verticales (entre proveedores de servicios turísticos y redes minoristas, para asegurar la comercialización preferente de determinados productos en el mercado nacional); transversales (entre proveedores de diferentes productos, compatibles entre sí, para obtener cuotas de mercado cautivas); de fidelización (para compartir clientes comunes, obteniendo un mayor conocimiento de la demanda para ofrecerle servicios a medida); y tecnológicas (entre empresas turísticas y proveedoras tecnológicas, para acometer inversiones de alto riesgo).”<sup>22</sup>

Esta situación es reconocida por la OMT, en su reciente análisis sobre las tendencias en los mercados turísticos:

“Desde la óptica de la oferta, se mantiene la doble tendencia de la concentración de empresas y la elevada cifra de pequeñas y medianas empresas. Estas últimas (...) conviven con empresas que han optado por la concentración las fusiones o las adquisiciones. Estos procesos son especialmente evidentes entre compañías aéreas, tour operadores y cadenas hoteleras.”<sup>23</sup>

Thea Sinclair, en su ponencia sobre integración en el sector turístico europeo, destacaba el elevado crecimiento de la concentración en las agencias de viajes, que se había incrementado en diez años más de un 73%. En efecto, la cuota de mercado de las cinco agencias de viajes más grandes se estimaba en 1986 en el 32% y ascendía al 55,5% en 1996. Este crecimiento resultaba aún más notable si se comparaba con la variación en la concentración de las compañías aéreas (14%), o de los touroperadores (-6%), en ese período.<sup>24</sup>

A pesar de este proceso, que responde a la búsqueda de economías de escala en el nuevo escenario global —que no es exclusivo del sector turístico sino que se produce en el tejido empresarial mundial— puede afirmarse que el propio sector considera excesivo<sup>25</sup> el número de agencias de viajes que lo componen, por lo que se espera una progresiva mayor concentración del mismo. En este sentido, el

---

<sup>22</sup> De Quesada, Eugenio, “Los 90. Hacia el nuevo milenio” en AAVV, *50 años del turismo español*, al cuidado de Fernando Bayón Marín, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999, p. 160.

<sup>23</sup> Organización Mundial del Turismo, *Tendencias de los mercados turísticos: Panorama mundial y actualidad del turismo*, OMT, Madrid, 2001, p. 40.

<sup>24</sup> Turespaña, *Concentración Multinacional del sector turístico europeo*, Seminario sobre mercados turísticos, Turespaña, Madrid, 1999.

<sup>25</sup> De Quesada, Eugenio, “Las agencias de viajes minoristas”, *La actividad turística española en 1997*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), Madrid, 1999, p. 138.

estudio de Novotec sugiere la formación de grandes grupos para resolver la atomización del sector<sup>26</sup>.

Entre los casos de integración vertical en España podemos mencionar el grupo Viajes Iberia, Marsans VIE, Air Europa o Barceló Empresas, que disponen de transporte —principalmente compañías aéreas—, alojamiento y agencias de viajes—mayoristas y minoristas— de forma que cubren tanto la producción como la distribución turística.

Otra estrategia que conviene resaltar, por su marcada influencia en la competencia del sector, es la creación y consolidación de los denominados grupos de gestión comercial, que pueden definirse como “agrupaciones voluntarias de agencias de viajes independientes y generalmente pequeñas, que se unen para la defensa de sus intereses comerciales y para competir unidas ante grandes grupos empresariales de integración vertical u horizontal”<sup>27</sup>. Estos grupos, denominados “de presión” por los proveedores, constituyen una respuesta a la fuerte competencia y a la indefensión de las agencias de viajes, por la elevada atomización del sector, ante el poder negociador de los proveedores y de los grandes operadores turísticos. Entre los objetivos de estas asociaciones comerciales podemos destacar:

- Creación de una red comercial de agencias de viajes, implantada en buena parte del territorio español, que permita, gracias a su dimensión, afrontar los retos del mercado global.
- Mejora de la rentabilidad de la gestión y de las ventas gracias a la negociación conjunta con los proveedores del sector (mayoristas, compañías aéreas, hoteles, empresas de alquiler de coches, etc.) y generales (distribuidores de folletos, GDS, empresas de telefonía, imprenta, informática, etc.), así como de las condiciones de pago a empresas y particulares mediante la creación de una tarjeta de crédito corporativa sin intereses.
- Creación de una imagen corporativa propia, campañas específicas de fidelización de las ventas y diversas acciones de marketing y publicidad a coste compartido.
- Formación gratuita, para mejorar el nivel de servicio a los clientes.
- Asesoramiento y orientación a todos los socios para la mejora de sus actividades comerciales y profesionales.

---

<sup>26</sup> Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la Pequeña y Mediana Empresa-Novotec, op. cit., p. 40.

<sup>27</sup> Albert, Isabel, *Gestión, productos y servicios de las agencias de viajes*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999, p. 120.

- Puesta al día en las nuevas tecnologías de la información.
- Control de calidad de todos los servicios puestos a la venta.
- Selección de productos específicos para la agrupación.

En España se contabilizaban en 1999 unos 20 grupos de gestión que representaban unos 1700 puntos de venta y una facturación aproximada de 250.000 millones de pesetas<sup>28</sup>. De estos grupos destacamos, por orden cronológico, los siguientes<sup>29</sup>:

- Grupo AVANTOURS: fundado en 1973 por ocho agencias de viajes con el objetivo de mejorar su rendimiento, se compone en la actualidad de 46 agencias de viajes, con 92 puntos de venta y con capital totalmente valenciano. Constituye el primer grupo de gestión de la Comunidad Valenciana.
- Grupo AVASA: fundado en 1981, es líder en Cataluña en puntos de venta.
- Grupo STAR VIAJES: se constituye en 1990, con 25 agencias de viajes y 83 puntos de venta, con el objetivo inicial de mejorar las condiciones económicas con los proveedores; desde entonces ha crecido hasta contar, en junio de 2001, con 90 agencias de viajes y 251 puntos de venta repartidos por todo el territorio español. Trata de “contar con las ventajas de las grandes, conservando la sensibilidad, el trabajo profesional y directo de las pequeñas y medianas empresas”.
- Grupo GEA: creado en 1994, con el objetivo de “optimizar las condiciones de compra con la suma de potenciales de todas las agencias del grupo”, cuenta con 381 empresas asociadas y 596 sucursales.
- Grupo RET: Representación de Empresas Turísticas, S.L., es una empresa creada el uno de noviembre de 1996 con el fin de “dar servicios y representar a agencias de viajes minoristas” que cuenta con más de cien puntos de venta en Cataluña. Entre sus actividades, RET organiza actividades de familiarización con los destinos para contribuir a la formación de los agentes de viajes asociados.
- Grupo UNIDA: entidad constituida en diciembre de 1996, formada por agencias de viajes fundamentalmente minoristas, que en enero de 2001 son más de 135 con más de 225 puntos de venta. Persigue, entre otros objetivos, estrechar los vínculos e intereses entre agencias asociadas a través de jornadas de

---

<sup>28</sup> Ibidem, p. 121.

<sup>29</sup> Obtenido en: [www.avantours.es](http://www.avantours.es), [www.avasa.com](http://www.avasa.com), [www.grupostar.com](http://www.grupostar.com), [www.grupogea.com](http://www.grupogea.com), [www.gruporet.com](http://www.gruporet.com), [www.grupounida.com](http://www.grupounida.com), [www.grupobesaide.com](http://www.grupobesaide.com), [www.grupoeuropa.com](http://www.grupoeuropa.com), [www.grupoama.com](http://www.grupoama.com), [www.grupoairmet.com](http://www.grupoairmet.com)



encuentros, convenciones, etc., que establezcan lazos de unión entre todos los profesionales que componen el grupo.

- Grupo BESAIDE: se constituye en diciembre de 1996, fruto de la unión de varios profesionales, con el objetivo prioritario de “fomentar el desarrollo de las pequeñas agencias minoristas dentro del sector y colaborar con la gestión, defensa y coordinación de los intereses profesionales de sus miembros”; esta nueva orientación comercial supone proyectar, ante todo, “una impecable imagen de profesionalidad” así como de “cuidado exquisito” del cliente, como “elemento diferenciador y definitivo, entre la empresa independiente y la gran empresa de estructura vertical”. Lo componen 12 agencias de viajes con centrales y/u oficinas dentro de la Comunidad Autónoma Vasca.
- Grupo EUROPA VIAJES: entidad constituida el 14 de junio de 1997, para “disponer de un mayor poder de negociación y una cierta capacidad comercial unificada”, forma una gran fuerza asociativa que se traduce en la actualidad en 250 puntos de venta; para el grupo sus vendedores “son asesores de viaje, nunca expendedores” y sus empresas se caracterizan porque “todos los propietarios están al frente de su negocio y nadie mejor que ellos conoce la realidad y el análisis de sus propias necesidades”.
- Grupo AMA (Agrupación de Minoristas Asociados): constituido en 1997 como asociación comercial de agencias de viajes minoristas o mayoristas-minoristas que actúen como minoristas, con ámbito nacional. En la actualidad encontramos 103 agencias miembros de AMA.
- Grupo AIRMET: se constituye en enero de 2001 de la fusión de los grupos Air y Met, con 60 agencias de viajes, 99 puntos de venta para “mejorar las condiciones económicas con los distintos proveedores y avanzar juntos en el camino de la modernización y puesta al día de las nuevas tecnologías”. A 31 de diciembre de 2001 cuenta con 100 agencias de viajes y 140 puntos de venta, repartidos por la mayor parte del territorio español. En opinión del grupo, “el sector turístico se encuentra inmerso en un proceso de profunda transformación, en el que se suceden las alianzas estratégicas, las fusiones empresariales, que pretenden la concentración del mercado y limitar la igualdad de oportunidades para competir” sin embargo “las agencias de viajes independientes y profesionales son necesarias” y “el mejor método para la supervivencia es la unión sobre la base de intereses y problemas comunes”.

Como se observa en esta relación cronológica, los grupos de gestión aparecen en la década de los noventa y proliferan en los últimos años de esa década, lo que más adelante se observará que tuvo consecuencias sobre la creación de valor de las agencias de viajes. En este sentido, el estudio de Novotec hizo notar el aumento en el número de agencias de viajes pertenecientes a algún grupo, ya sea de gestión o

de franquicia, así como la conveniencia de esta agrupación sobre todo para las agencias de viajes más pequeñas<sup>30</sup>.

#### 4.2.2. Posición de España en el contexto europeo.

En 1996 el sector de las agencias de viajes en la Unión Europea cuenta con alrededor de 53.275 empresas y da empleo aproximadamente a 257.046 personas. El país que cuenta con un mayor número de agencias es Alemania, 18.700 (un 35%), seguido de Reino Unido con 7.259, Italia con 6000 y Francia con 2840. Muy de cerca les sigue España, con un total de 2840 agencias de viajes.<sup>31</sup>

Tabla 4.2. El sector de agencias de viajes en el contexto de la Unión Europea, 1996.

|              | VENTAS<br>miles de € | Cuota | EMPLEO<br>nº personas | %    | EMPRESAS<br>nº agencias | %    |
|--------------|----------------------|-------|-----------------------|------|-------------------------|------|
| Austria      | 2572                 | 3%    | 10000                 | 4%   | 2700                    | 5%   |
| Bélgica      | 2307                 | 2%    | 5000                  | 2%   | 2600                    | 5%   |
| Dinamarca    | 1413                 | 1%    | 6000                  | 2%   | 597                     | 1%   |
| Finlandia    | 1474                 | 1%    | 3700                  | 1%   | 430                     | 1%   |
| Francia      | 11538                | 11%   | 25000                 | 10%  | 2840                    | 5%   |
| Alemania     | 23010                | 23%   | 65000                 | 25%  | 18700                   | 35%  |
| Grecia       | 6153                 | 6%    | 16000                 | 6%   | 4700                    | 9%   |
| Irlanda      | 2358                 | 2%    | 4000                  | 2%   | 395                     | 1%   |
| Italia       | 9524                 | 9%    | 20000                 | 8%   | 6000                    | 11%  |
| Luxemburgo   | 128                  | 0%    | 350                   | 0%   | 39                      | 0%   |
| Países Bajos | 3000                 | 3%    | 13000                 | 5%   | 1100                    | 2%   |
| Portugal     | 2500                 | 2%    | 5000                  | 2%   | 489                     | 1%   |
| España       | 7669                 | 8%    | 33000                 | 13%  | 2830                    | 5%   |
| Suecia       | 2688                 | 3%    | 4000                  | 2%   | 600                     | 1%   |
| Reino Unido  | 22125                | 22%   | 45000                 | 18%  | 7259                    | 14%  |
| EUR 15       | 100455               | 100%  | 257046                | 100% | 53275                   | 100% |

Fuente: ECTAA y elaboración propia.

En el contexto europeo, las agencias de viajes españolas ocupaban en 1996 el tercer puesto en empleo y el quinto en ventas, como se observa en la Tabla 4.3; en 2000 mejora su posición en ventas al ascender a un tercer puesto. Sin embargo, si

<sup>30</sup> Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la Pequeña y Mediana Empresa-Novotec, op.cit., p. 6.

<sup>31</sup> Datos tomados de la página web del Grupo de Asociaciones Nacionales de Agencias de Viajes y Tour Operadores de la Comunidad Económica Europea ( *The European Travel Agents' and Tour Operators' Associations*, ECTAA): [www.ectaa.org](http://www.ectaa.org)

se considera que España en 2000 ocupó el segundo puesto en ingresos por turismo internacional, por debajo de Estados Unidos, puede concluirse que las agencias de viajes, con un 13% del total de las ventas de la Unión Europea, deberían estar mejor posicionadas en el ranking y que ello puede ser indicativo de la debilidad del sector.

Tabla 4.3. Ranking de los cinco primeros países de la Unión Europea por ventas.

|             | 1996  | %    | ORDEN | 2000   | %    | ORDEN |
|-------------|-------|------|-------|--------|------|-------|
| Alemania    | 23010 | 30%  | 1     | 27000  | 21%  | 2     |
| Reino Unido | 22125 | 29%  | 2     | 60420  | 47%  | 1     |
| Francia     | 11538 | 15%  | 3     | 10793  | 8%   | 5     |
| Italia      | 9524  | 13%  | 4     | 12400  | 10%  | 4     |
| España      | 7669  | 10%  | 5     | 16250  | 13%  | 3     |
|             | 75862 | 100% |       | 128863 | 100% |       |

Fuente: ECTAA y elaboración propia.

Tabla 4.4. Ranking de los cinco primeros países de la Unión Europea por empleo.

|             | 1996   | %    | ORDEN | 2000   | %    | ORDEN |
|-------------|--------|------|-------|--------|------|-------|
| Alemania    | 65000  | 34%  | 1     | 77000  | 26%  | 2     |
| Reino Unido | 45000  | 24%  | 2     | 113200 | 38%  | 1     |
| España      | 33000  | 17%  | 3     | 37000  | 13%  | 3     |
| Francia     | 25000  | 13%  | 4     | 30000  | 10%  | 5     |
| Italia      | 20000  | 11%  | 5     | 35000  | 12%  | 4     |
|             | 189996 | 100% |       | 294200 | 100% |       |

Fuente: ECTAA y elaboración propia.

#### 4.2.3. Distribución geográfica.

La distribución geográfica de las empresas se caracteriza por una alta concentración en las Comunidades Autónomas de Madrid, Cataluña, Baleares, Comunidad Valenciana, Andalucía y Canarias, que absorben en torno al 80% del total de las casas centrales en el período 1982-1999. Cabe notar que dichas Comunidades Autónomas son las que registran una mayor entrada de turistas, pues como se indica en el Capítulo 2, en los años 90 llegaron a absorber el 93% del total.

Tabla 4.5. Número de agencias de viajes clasificadas según actividad y ámbito.

| Años         | Comunidad    | Casas Centrales |          |      |         |       | Sucursales |          |      |       | Dependencia Auxiliares |
|--------------|--------------|-----------------|----------|------|---------|-------|------------|----------|------|-------|------------------------|
|              |              | May.            | May-min. | Min. | Grupo B | TOTAL | May.       | May-min. | Min. | TOTAL |                        |
| 1982         | Madrid       | 70%             | 48%      | 21%  | 0%      | 25%   | 7%         | 17%      | 12%  | 14%   | 10%                    |
|              | Cataluña     | 25%             | 20%      | 19%  | 33%     | 19%   | 11%        | 19%      | 29%  | 24%   | 14%                    |
|              | Baleares     | 0%              | 8%       | 15%  | 0%      | 13%   | 15%        | 8%       | 10%  | 9%    | 9%                     |
|              | C. Valencian | 0%              | 1%       | 9%   | 8%      | 8%    | 20%        | 8%       | 10%  | 9%    | 7%                     |
|              | Andalucía    | 0%              | 6%       | 9%   | 0%      | 8%    | 13%        | 15%      | 11%  | 13%   | 17%                    |
|              | Canarias     | 0%              | 1%       | 7%   | 0%      | 6%    | 11%        | 9%       | 12%  | 11%   | 16%                    |
|              | Subtotal     | 95%             | 84%      | 79%  | 42%     | 79%   | 76%        | 75%      | 84%  | 80%   | 72%                    |
|              | Otras        | 5%              | 16%      | 21%  | 58%     | 21%   | 24%        | 25%      | 16%  | 20%   | 28%                    |
|              | Total        | 100%            | 100%     | 100% | 100%    | 100%  | 100%       | 100%     | 100% | 100%  | 100%                   |
|              | 1990         | Madrid          | 56%      | 47%  | 17%     | 0%    | 21%        | 10%      | 17%  | 11%   | 14%                    |
| Cataluña     |              | 9%              | 11%      | 19%  | 20%     | 18%   | 6%         | 17%      | 26%  | 22%   | 13%                    |
| Baleares     |              | 1%              | 8%       | 13%  | 0%      | 12%   | 5%         | 6%       | 9%   | 8%    | 10%                    |
| C. Valencian |              | 4%              | 10%      | 8%   | 0%      | 8%    | 23%        | 9%       | 8%   | 9%    | 8%                     |
| Andalucía    |              | 6%              | 8%       | 12%  | 0%      | 11%   | 19%        | 16%      | 13%  | 14%   | 38%                    |
| Canarias     |              | 6%              | 2%       | 11%  | 0%      | 10%   | 5%         | 9%       | 17%  | 13%   | 0%                     |
| Subtotal     |              | 82%             | 85%      | 80%  | 20%     | 80%   | 68%        | 74%      | 84%  | 79%   | 80%                    |
| Otras        |              | 18%             | 15%      | 20%  | 80%     | 20%   | 32%        | 26%      | 16%  | 21%   | 20%                    |
| Total        |              | 100%            | 100%     | 100% | 100%    | 100%  | 100%       | 100%     | 100% | 100%  | 100%                   |
| 1999         |              | Madrid          | 41%      | 32%  | 21%     |       | 23%        | 14%      | 19%  | 13%   | 17%                    |
|              | Cataluña     | 27%             | 18%      | 21%  |         | 21%   | 16%        | 19%      | 17%  | 18%   |                        |
|              | Baleares     | 5%              | 8%       | 9%   |         | 9%    | 2%         | 5%       | 10%  | 7%    |                        |
|              | C. Valencian | 5%              | 12%      | 10%  |         | 10%   | 13%        | 9%       | 11%  | 10%   |                        |
|              | Andalucía    | 7%              | 11%      | 12%  |         | 11%   | 16%        | 12%      | 16%  | 14%   |                        |
|              | Canarias     | 4%              | 3%       | 7%   |         | 7%    | 13%        | 5%       | 12%  | 8%    |                        |
|              | Subtotal     | 88%             | 85%      | 79%  |         | 80%   | 74%        | 69%      | 79%  | 73%   |                        |
|              | Otras        | 12%             | 15%      | 21%  |         | 22%   | 26%        | 31%      | 21%  | 31%   |                        |
|              | Total        | 100%            | 100%     | 100% |         | 100%  | 100%       | 100%     | 100% | 100%  |                        |

Fuente: Secretaría General de Turismo-Turespaña y elaboración propia.

Se observa, sin embargo, una cierta diversificación geográfica por segmentos de actividad que ha supuesto, sobre todo, un mayor reparto entre las seis Comunidades Autónomas mencionadas. En el tramo mayorista, se traduce en una disminución del peso total de Madrid y Cataluña, del 95% del total de casas centrales del sector en 1982 al 68% en 1999. De forma similar en el segmento

mayorista-minorista, el peso para ambas Comunidades desciende del 68% en 1982 al 50% en 1999.

Aparece en la clasificación por actividad el denominado grupo B de agencias de viajes, constituido por aquellas agencias que limitaban la oferta de sus servicios a la provincia donde estaban domiciliadas. Esta categoría se deriva de la anterior legislación de agencias de viajes y en la actualidad está en desuso, pues la nueva legislación no la contempla.<sup>32</sup>

Un análisis de la distribución por provincias permite ver que el sector se concentra en Madrid y Barcelona: en 1999 absorbieron, respectivamente, el 23% y el 15% del total de las casas centrales del sector.

#### 4.2.4. Forma jurídica.

En cuanto a la forma jurídica, la mayoría de las agencias se organizan bajo la forma de sociedad, con un porcentaje reducido de empresas individuales. La sociedad anónima es la forma jurídica preferida por las agencias de viajes, seguida de la sociedad de responsabilidad limitada, si bien esta última de forma creciente.<sup>33</sup>

#### 4.2.5. Asociacionismo.

El sector de agencias de viajes en España mantiene una elevada fragmentación que se considera “no muy explicable a no ser por la diversidad del Estado de las Autonomías” dado el fuerte movimiento asociacionista generado en otros países<sup>34</sup>.

El papel desempeñado por las asociaciones empresariales de agencias de viajes españolas cobra especial importancia, como representantes de un sector muy atomizado que precisa, cada vez más, la defensa de sus intereses en la cadena de valor de la distribución turística.

---

<sup>32</sup> El artículo 4 de la Orden de 9 de agosto de 1974 que aprobó el anterior Reglamento de agencias de viajes, hoy derogado, clasifica las agencias de viajes en tres categorías: mayoristas, de grupo “A” y de grupo “B”. Las de grupo “A” incluían a las actuales mayoristas-minoristas y minoristas. Las de grupo “B” tenían limitada la oferta de sus servicios a la provincia de su domicilio y no podían establecer “sucursales ni dependencias de ninguna clase ni representar a Agencias de Viajes extranjeras, ni programar, organizar o realizar servicios combinados y viajes ‘a forfait’ para su ofrecimiento o venta a otras agencias”.

<sup>33</sup> El estudio de la Secretaría General de Turismo en 1987 y las encuestas del Instituto Nacional de Estadística en 1993 y 1997 permiten observar el predominio de la sociedad anónima en el período objeto de estudio, con un notable incremento de la presencia de las sociedades limitadas.

<sup>34</sup> Albert, I., Bayón, F. y Cerra, J., “Agencias de viajes” en AAVV, *50 años del turismo español*, al cuidado de Fernando Bayón Marín, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999, p. 842.

El movimiento asociacionista español se halla constituido por las siguientes asociaciones más representativas:

- Federación Española de Asociaciones de Agencias de Viajes (FEAAV).
- Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas (AEDAVE).
- Asociación Catalana de Agencias de Viajes (ACAV).
- Otras: AMAVE, AMES o UCVE.

Premonitorias resultaban las palabras de Vogeler y Hernández, “una de las asignaturas pendientes del sector es precisamente la unificación de las asociaciones con el fin de crear una gran patronal de agencias de viajes”<sup>35</sup>. Esta necesidad ya había sido puesta de manifiesto por la Secretaría General de Turismo en un informe de 1988, que indicaba la conveniencia de una unificación a fin de mejorar la representación, defensa y oferta de servicios de los asociados<sup>36</sup>.

En noviembre de 2000 se constituye la Cúpula Asociativa de Agencias de Viajes Españolas (CAAVE), inicialmente denominada CAAV, sin personalidad jurídica, que asume “las decisiones sobre defensa y representación de los intereses generales del sector de agencias de viajes” en el ámbito de actuación estatal. Concretamente en las relaciones con los poderes públicos, con los grandes proveedores de servicios, con los trabajadores y otras organizaciones, en relaciones internacionales y actividades de imagen y defensa del sector.<sup>37</sup>

En los órganos de gobierno de la entidad las dos asociaciones con más representantes son FEAAV y AEDAVE, representación mayoritaria que trata de ser proporcional al número de agencias asociadas (Tabla 4.6). La propia CAAVE encargó a la firma Nexotur la realización de un estudio de valoración de las asociaciones representativas sectoriales que recogiera, entre otros datos, la relación de las empresas integrantes de cada una de ellas.

---

<sup>35</sup> Vogeler, Carlos y Hernández, Enrique, *Estructura y organización del mercado turístico*, segunda edición, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1997, p. 274.

<sup>36</sup> Secretaría General de Turismo, *Concentración y asociacionismo empresarial en el sector turístico*, SGT, 1988, pp. 221-222.

<sup>37</sup> Cúpula Asociativa de Agencias de Viajes Españolas, *Reglamento interior de la CAAVE*, artículo 2. Puede consultarse en la página web: [www.caave.com](http://www.caave.com).

Tabla 4.6. Cuota de asociacionismo por comunidades autónomas.

|             | AEDAVE | %      | FEAAV | %      | ACAV | %      | UNAV | %      | RESTO | %     | TOTAL | %       |
|-------------|--------|--------|-------|--------|------|--------|------|--------|-------|-------|-------|---------|
| ANDALUCIA   | 203    | 4,35%  | 169   | 3,62%  | 2    | 0,04%  | 26   | 0,56%  | 108   | 2,32% | 508   | 10,89%  |
| ARAGON      | 36     | 0,77%  | 50    | 1,07%  | 2    | 0,04%  | 3    | 0,06%  | 7     | 0,15% | 98    | 2,10%   |
| ASTURIAS    | 39     | 0,84%  | 5     | 0,11%  |      |        | 3    | 0,06%  | 7     | 0,15% | 54    | 1,16%   |
| BALEARES    | 79     | 1,69%  | 188   | 4,03%  | 2    | 0,04%  | 8    | 0,17%  | 1     | 0,02% | 278   | 5,96%   |
| CANARIAS    | 79     | 1,69%  | 266   | 5,70%  |      |        | 6    | 0,13%  | 1     | 0,02% | 352   | 7,55%   |
| CANTABRIA   | 26     | 0,56%  | 4     | 0,09%  |      |        |      |        | 1     | 0,02% | 31    | 0,66%   |
| CAST-LEON   | 56     | 1,20%  | 22    | 0,47%  |      |        | 16   | 0,34%  | 1     | 0,02% | 95    | 2,04%   |
| CAST-MANCHA | 24     | 0,51%  | 33    | 0,71%  |      |        | 21   | 0,45%  | 6     | 0,13% | 84    | 1,80%   |
| CATALUÑA    | 177    | 3,79%  | 520   | 11,15% | 500  | 10,72% | 26   | 0,56%  | 183   | 3,92% | 1406  | 30,14%  |
| EXTREM      | 37     | 0,79%  | 7     | 0,15%  | 1    | 0,02%  | 5    | 0,11%  |       |       | 50    | 1,07%   |
| GALICIA     | 71     | 1,52%  | 38    | 0,81%  |      |        | 9    | 0,19%  | 5     | 0,11% | 123   | 2,64%   |
| LA RIOJA    | 13     | 0,28%  | 4     | 0,09%  |      |        | 2    | 0,04%  |       |       | 19    | 0,41%   |
| MADRID      | 270    | 5,79%  | 364   | 7,80%  | 9    | 0,19%  | 334  | 7,16%  | 25    | 0,54% | 1002  | 21,48%  |
| MURCIA      | 8      | 0,17%  | 24    | 0,51%  |      |        |      |        |       |       | 32    | 0,69%   |
| NAVARRA     | 17     | 0,36%  | 7     | 0,15%  |      |        | 1    | 0,02%  | 1     | 0,02% | 26    | 0,56%   |
| PAIS VASCO  | 90     | 1,93%  | 102   | 2,19%  |      |        | 6    | 0,13%  | 11    | 0,24% | 209   | 4,48%   |
| VALENCIA    | 151    | 3,24%  | 125   | 2,68%  |      |        | 17   | 0,36%  | 5     | 0,11% | 298   | 6,39%   |
|             | 1376   | 29,50% | 1928  | 41,33% | 516  | 11,06% | 483  | 10,35% | 362   | 7,76% | 4665  | 100,00% |

Fuente: Nexotur y elaboración propia.

#### 4.2.6. Normativa aplicable.

Las Agencias de Viajes en España están reguladas por la siguiente normativa:

Real Decreto 271/1988, de 25 de marzo de 1988 (Boletín Oficial de Estado, número 76, de 29 de marzo), por el que se regula el ejercicio de las actividades propias de las agencias de viajes.

Orden Ministerial de 14 de abril de 1988 (Boletín Oficial del Estado, número 97, de 22 de abril) por la que se aprueban las normas reguladoras de las agencias de viajes<sup>38</sup>.

<sup>38</sup> Se completa con una corrección de errores de 14 de abril de 1988 (Boletín Oficial del Estado de 20 de mayo de 1988).

Esta normativa derogó a la anterior, constituida por el Decreto 1524/1973, de 7 de junio, y el Reglamento de las agencias de viajes aprobado por Orden de 9 de agosto de 1974 (Boletín Oficial del Estado, número 231, de 26 de septiembre).

La Constitución Española ha posibilitado que las Comunidades Autónomas adopten su propia reglamentación de agencias de viajes al disponer en su artículo 148.1 18ª que pueden asumir las competencias en materia de: “Promoción y ordenación del turismo en su ámbito territorial”. Los Estatutos de Autonomía de todas las Comunidades Autónomas han hecho uso de esta habilitación y han asumido como propia y exclusiva la materia de turismo.<sup>39</sup>

De esta forma, la legislación aplicable en cada Comunidad Autónoma deberá ser consultada en cada caso en el Decreto u Orden correspondiente y las Comunidades Autónomas que no hayan promulgado su correspondiente Reglamento de Agencias de Viajes aplicarán la legislación estatal como derecho supletorio.

---

<sup>39</sup> Vicesecretaría General Técnica para Asuntos de Comercio, Turismo y PYME, “El turismo en el sistema de distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades autónomas”, *Documento de Trabajo núm. IV*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, febrero 1997, pp. 2-4.



Tabla 4.7. Cuadro resumen de disposiciones legales.

|             |   |                       |                          |  |
|-------------|---|-----------------------|--------------------------|--|
| COMUNITARIA | Consejo Europeo                                     | Directiva 314/1990    | 13 de junio de 1990      | Diario Oficial de la Comunidad Europea N.L.158, 23 de junio de 1990  |
|             | Parlamento Europeo y Consejo                        | Directiva 5/1990      | 27 de enero de 1997      | Diario Oficial de la Comunidad Europea N. L. 43, 14 de febrero de 1997   |
| ESTATAL     | Ministerio de Transportes, Turismo y Comunicaciones | R. Decreto 271/1988   | 25 de marzo de 1988      | Boletín Oficial del Estado N. 76, 29 de marzo de 1988  |
|             | Ministerio de Transportes, Turismo y Comunicaciones | Orden                 | 14 de abril de 1988      | Boletín Oficial del Estado N. 97, 22 de abril de 1988  |
|             | Ministerio de Transportes, Turismo y Comunicaciones | Corrección de Errores | 14 de abril de 1988      | Boletín Oficial del Estado N. 121,20 de mayo de 1988   |
|             | Jefatura del Estado                                 | Ley 21/1995           | 6 de julio de 1995       | Boletín Oficial del Estado N. 161, 7 julio de 1995   |
| AUTONÓMICA  | Comunidad Autónoma de Andalucía                     | Orden                 | 11 de abril de 1990      | Boletín Oficial de la Junta de Andalucía N. 32,20 de abril de 1990. Aplica supletoriamente la normativa estatal. |
|             |   | Ley 12/1999           | 15 de diciembre 1999     | Boletín Oficial de la Junta de Andalucía N. 151,30 de diciembre de 1999  |
|             | Comunidad Autónoma de Aragón                        | Decreto 51/1998       | 24 de febrero de 1998    | Boletín Oficial de Aragón N. 28, 6 de marzo de 1998  |
|             | Comunidad Autónoma de Asturias                      | Decreto 31/1988       | 18 de febrero de 1988    | Boletín Oficial del Principado de Asturias y de la provincia N. 55, 7 de marzo de 1988                           |
|             | Comunidad Autónoma de las Islas Baleares            | Decreto 35/1984       | 10 de mayo de 1984       | Boletín Oficial de la Comunidad Autónoma de las Islas Baleares, 3 de julio de 1984                               |
|             |   | Decreto 60/1997       | 7 de mayo de 1997        | Boletín Oficial de la Comunidad Autónoma de las Islas Baleares N63, 24 de mayo de 1997                           |
|             |   | Orden                 | 14 de abril de 1988      | Boletín Oficial de Canarias, 22 de abril de 1988   |
|             |   | Decreto 154/1992      | 25 de septiembre de 1992 | Boletín Oficial de Canarias N.138, 2 de octubre de 1992  |
|             |   | Decreto 135/2000      | 10 de julio de 2000      | Boletín Oficial de Canarias N.91, 24 de julio de 2000  |
|             | Comunidad Autónoma de Cantabria                     | Decreto 50/1990       | 3 de septiembre de 1990  | Boletín Oficial de Cantabria N185, 14 de septiembre de 1990  |
|             |   | Orden                 | 21 de enero de 1991      | Boletín Oficial de Cantabria, 4 de febrero de 1991   |
|             | Comunidad Autónoma de Castilla y León               | Orden                 | 11 de junio de 1990      | Boletín Oficial de Castilla y León N 115, 15 de junio de 1990  |
|             |   | Decreto 25/2001       | 25 de enero de 2001      | Boletín Oficial de Castilla y León N 22, 31 de enero de 2001   |

|  |                        |                          |   |
|--|------------------------|--------------------------|---|
| Comunidad Autónoma de Castilla La Mancha | Decreto 2/1988         | 12 de enero de 1988      | Diario Oficial de Castilla-La Mancha N 20, 17 de mayo de 1988               |
| Comunidad Autónoma de Cataluña           | Decreto 168/1994       | 30 de mayo de 1994       | Diario Oficial de la Generalitat de Catalunya N 1924, 22 de julio de 1994   |
|  | Decreto 210/1995       | 11 de julio de 1995      | Diario Oficial de la Generalitat de Catalunya N 2081, 28 de julio de 1995   |
|  | Decreto 7/1990         | 23 de enero de 1990      | Diario Oficial de Extremadura N. 9, 30 de enero de 1990                     |
|  | Orden                  | 22 de mayo de 1996       | Diario Oficial de Extremadura N. 65, 6 de junio de 1996                     |
|  | Decreto 119/1998       | 6 de octubre de 1998     | Diario Oficial de Extremadura N. 119, 17 de octubre de 1998                 |
| Comunidad Autónoma de Galicia            | Decreto 42/2001        | 1 de febrero de 2001     | Diario Oficial de Galicia N. 36, 20 de febrero de 2001                      |
| Comunidad Autónoma de La Rioja           | Decreto 35/1997        | 27 de junio de 1997      | Boletín Oficial de La Rioja N. 79, 3 julio de 1997                          |
| Comunidad Autónoma de Madrid             | Orden                  | 16 de enero de 1985      | Boletín Oficial de la Comunidad de Madrid N. 27, 1 de febrero de 1985       |
|  | Decreto 99/1996        | 27 de junio de 1996      | Boletín Oficial de la Comunidad de Madrid N. 165, 12 de julio de 1996       |
|  | Decreto 214/2000       | 21 de septiembre de 2000 | Boletín Oficial de la Comunidad de Madrid N. 235, 3 de octubre de 2000      |
| Comunidad Autónoma de Murcia             | Decreto 115/1987       | 24 de diciembre de 1987  | Boletín Oficial de la Región de Murcia N. 172, 28 de julio de 1988          |
|  | Orden                  | 16 de febrero de 1989    | Boletín Oficial de la Región de Murcia N. 51, 2 de marzo de 1989            |
|  | Decreto 88/1990        | 15 de noviembre de 1990  | Boletín Oficial de la Región de Murcia N. 280, 5 de diciembre de 1990       |
| Comunidad Foral de Navarra               | Decreto Foral 141/1988 | 4 de mayo de 1988        | Boletín Oficial de Navarra N. 60 de 16 de mayo de 1980                      |
| País Vasco                               | Ley 6/1994             | 16 de mayo de 1994       | Boletín Oficial del País Vasco, 14 de abril de 1994. Ordenación del turismo |
| Comunidad Valenciana                     | Decreto 20/1997        | 11 de febrero 1997       | Diario Oficial de la Generalitat Valenciana N. 2935, 21 de febrero de 1997  |

Fuente: Secretaría General de Turismo- Turespaña y elaboración propia

### 4.3. Análisis Estratégico del Sector de las Agencias de Viajes.

#### 4.3.1. Organización de la Cadena de Valor en la Distribución Turística.

La distribución turística involucra a un conjunto de agentes empresariales que intermedian y crean valor en el camino que existe entre la oferta (productores) y la demanda (consumidores) de servicios turísticos. La organización de la cadena de valor<sup>40</sup> vigente durante los últimos años se asienta sobre el protagonismo de los siguientes cuatro tipos de agentes principales, ordenados por orden de proximidad a los productores: centrales de reserva, sistemas globales de distribución, agentes mayoristas y minoristas.

Las centrales de reserva (*Computer Reservation Systems*, CRS), permiten intercomunicar a los proveedores turísticos con sus principales clientes, las agencias de viajes. Su origen se remonta a 1959, año en que se pone en marcha por vez primera en una compañía aérea, American Airlines —si bien hasta 1976 no se implanta en una agencia de viajes— para manejar de forma más segura y rápida la información concerniente a vuelos, horarios, conexiones, tarifas, etc. A lo largo de la década de los noventa se produce una gran expansión interna de las CRS, incorporándose otros proveedores como cadenas hoteleras, compañías de alquiler de coche o empresas de transporte.

Los sistemas globales de distribución (*Global Distribution System*, GDS) son considerados un valioso instrumento para la gestión operativa de las agencias de viajes, pues permiten acumular, combinar y distribuir ingentes cantidades de información sobre servicios turísticos y facilitan la consulta, reserva, venta y emisión automática de los mismos. Su origen está en la fusión de las principales centrales de reserva, pudiendo mencionarse en orden de importancia por cuota de mercado mundial, Amadeus (33%), Galileo (28%), Sabre (26%) y Worldspan (13%), según datos de 1997. En el caso español cabe resaltar la notable proliferación en su utilización, que pasa del 56% en 1994 al 72% en 1998.<sup>41</sup> Según expresa el informe de COTEC, las agencias de viajes utilizan plenamente los GDS para la información y reserva del transporte aéreo y en gran parte para la reserva de otros transportes como el ferrocarril y el transporte marítimo. En efecto, las agencias consideran este sistema imprescindible para su actividad, si bien señalan el inconveniente de su

---

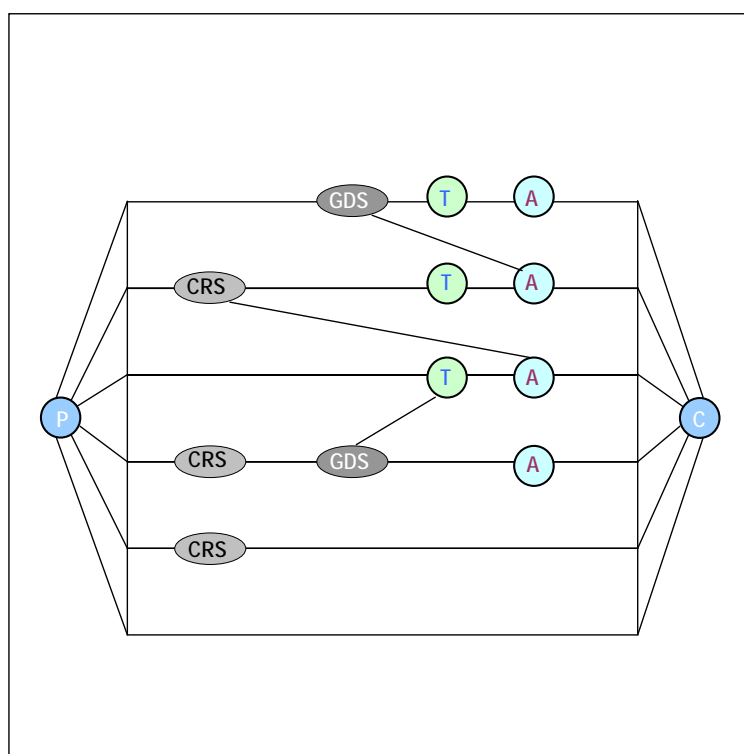
<sup>40</sup> Puede consultarse en la página web de la CAAVE, [www.caave.com](http://www.caave.com), el informe: “Organización de la cadena de valor en la distribución turística”.

<sup>41</sup> Albert, Isabel, *Gestión, productos y servicios de las agencias de viajes*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999, p. 370-381.

elevado coste —su estructura de tarifas penaliza volúmenes de ventas bajos, agravando las épocas de crisis— y la escasa presencia de paquetes turísticos.<sup>42</sup>

Uno de los rasgos diferenciales de este tipo de organización de las actividades de distribución es su relativa heterogeneidad y no-linealidad, ya que, como puede observarse en el Gráfico 4.2, el flujo del negocio turístico no sigue una única ruta secuencial, sino que existe una malla o red a través de la cual la oferta (productores o P) y la demanda (consumidores o C) pueden encontrarse por múltiples caminos.

Gráfico 4.2. Organización de la cadena de valor en la distribución turística.



Fuente: CAAVE.

Nota: T: touroperadores o agentes mayoristas

A: agencias de viajes o agentes minoristas.

<sup>42</sup> Tamayo, Braulio, *Las Agencias de Viajes frente a las Nuevas Tecnologías de Distribución Turística*, Colección Estudios COTEC, nº10, Fundación COTEC para la Innovación Tecnológica, Madrid, 1997, pp. 37 y 42.

El examen del anterior esquema pone de manifiesto que una misma transacción puede encaminarse de formas diferentes, suscitando la intervención de agentes empresariales distintos y generando un reparto del valor (distribución del margen entre el precio pagado por el consumidor y la retribución del proveedor) diferente en cada caso. La multiplicidad de caminos con costes transaccionales diferentes hace que la estructura de la cadena sea muy sensible al impacto de las tecnologías de la información y en particular al efecto de Internet, que permite el acceso directo y universal de los consumidores a los productores.

Sin embargo, la intermediación que llevan a cabo los agentes que intervienen en la distribución de viajes no es meramente informativa, sino que tiene un significado más amplio, ya que incluye las tres funciones básicas de asesoría, mediación y producción.

Respecto a la evolución tecnológica, sus consecuencias sobre la organización de la cadena de valor en la distribución de viajes y productos turísticos serán especialmente perceptibles, según el informe publicado por la CAAVE, en los siguientes ámbitos:

- La redefinición de las funciones de los agentes empresariales del sector y de las relaciones entre los mismos; como ya se ha indicado, la función asesora y productora cobran especial relevancia, ya que se produce una tendencia a la desintermediación, especialmente en la venta de billetes de avión y plazas hoteleras.
- El cambio en la relación entre las agencias y sus proveedores y clientes.
- El desarrollo de nuevos modelos de negocio a los que se incorporan empresas ajenas a la cadena.
- El grado de concentración, resultado de la integración horizontal o vertical en determinados segmentos de la cadena. El segmento mayorista presenta una concentración empresarial mayor.

#### 4.3.2. Análisis DAFO del Sector de Agencias de Viajes.

Entre los diversos factores que habrán de marcar el futuro papel de las agencias de viajes figuran los intereses de los grandes negocios y la instrumentalización que a través de ellos se haga de las agencias de viajes, las relaciones entre empresas, los hábitos de consumo, las leyes de protección al consumidor, la relación entre los distintos servicios turísticos, etc. Siguiendo a Tamayo pueden considerarse las siguientes debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades del sector de las agencias de viajes en España<sup>43</sup>:

##### Debilidades:

- La pequeña dimensión empresarial provocada por la gran disgregación del sector pone en peligro su poder de negociación sobre cualquier tipo de materia, además de dificultar su capacidad de tecnificarse y desarrollar nuevos servicios.
- Aparecen vías alternativas de realización de parte de las funciones tradicionales de las agencias de viajes.
- La competencia de nuevos distribuidores con mayor capacidad de organización y de movilización de capitales e intereses, generalmente relacionados con el mundo de las tecnologías de la información revela la debilidad estructural de las agencias de viajes.
- Cabe señalar que el grado de debilidad no es homogéneo, ya que las agencias grandes se encuentran en mejor posición al disponer de mayor poder de negociación frente a los proveedores de servicios, mayor facilidad de acceso a las tecnologías y menores dificultades para la innovación.

##### Amenazas:

Pueden agruparse en tres tipos fundamentales:

- Disminución de ingresos y comisiones: la guerra de precios que se está produciendo en el sector turístico, la cual se manifiesta en la bajada de tarifas aéreas y en la reducción del ingreso medio por turista, afecta a los ingresos de las agencias de viajes. Asimismo, la aparición del billete electrónico o el acceso directo de los productores al cliente final y su voluntad de reducir costes

---

<sup>43</sup> Ibidem, pp. 69-96.

amenazan seriamente la futura evolución de los ingresos de las agencias de viajes.

- Disminución de actividad: la elevada atomización que caracteriza al sector, unida a la existencia de grandes grupos empresariales, fruto de la globalización de los negocios y la concentración empresarial intensificada en los últimos años, conduce a una distribución crecientemente irregular de la actividad de las agencias de viajes. La incorporación de las nuevas tecnologías origina excesos de capacidad productiva en las agencias de menor actividad.
- Desintermediación: la aparición de nuevas vías de promoción y distribución — Internet, el billete electrónico o facturación sin billete (operativo ya en EE.UU. e introduciéndose en Europa), los nuevos medios de pago o canales de venta— invitan al consumidor a no contar con la agencia en su planificación turística.
- Otros factores dignos de mención son la crisis de costes (por la disminución de márgenes empresariales y el aumento de costes como salarios, alquileres, etc.), la crisis de productividad (por la debilitación de la demanda) y los ciclos de recesión económica, los cuales inciden especialmente en el sector turístico.

#### Oportunidades:

Las nuevas tecnologías de la información constituyen sin duda una amenaza para el sector, pero brindan así mismo nuevas oportunidades a las agencias de viajes:

- Mejoras en la promoción turística a través del uso de terminales multimedia, páginas web o marketing directo en Internet.
- Nuevos canales de relación con el usuario, como, por ejemplo, sesiones de videoconferencia o programas de autoedición.
- Aumento de la eficacia y productividad gracias al uso de sistemas de distribución y centrales de reserva —si bien no para todos los servicios, ya que, como advierte Tamayo, todavía se utiliza profusamente el teléfono y el fax para reservas de alojamientos, vehículos de alquiler y, especialmente, de paquetes turísticos “sobre todo por las características del turismo español (...) acostumbrado a pedir variantes de difícil previsión en los distribuidores y, en general, a desorganizar viajes organizados”<sup>44</sup>.
- Reducción de costes, gracias, fundamentalmente, a la mencionada mejora de la productividad por trabajador, la mejor gestión administrativa de las agencias de

---

<sup>44</sup> Ibidem, p.82.

viajes y la reducción de los costes de impresión con la aparición del billete electrónico.

- Aparición de la agencia de viajes virtual, que no requiere la presencia física continua del agente y permite la colaboración a tiempo parcial.
- Mejora en la calidad, reflejada en un mejor servicio a una clientela cada vez más exigente en su demanda tanto de precios competitivos como de satisfacción de sus necesidades.

#### Fortalezas:

- Proximidad al usuario, el más importante activo de las agencias de viajes.
- El tratamiento personalizado que las agencias brindan en su función asesora.
- Experiencia y disponibilidad de medios de búsqueda y consulta de servicios óptimos.
- Necesidad de la presencia del agente como fedatario del contrato (exigido, por ejemplo, por la ley de viajes combinados).
- Calidad del servicio superior a la de los medios alternativos.
- Flexibilidad y agilidad para captar nichos de mercado.
- Posición neutral para asesorar a la clientela y óptima para buscar las asociaciones que juzgue más apropiadas para la prestación de servicios.



Las agencias de viajes se dedican en exclusividad al ejercicio de actividades de mediación u organización de servicios turísticos, según su definición legal, pudiendo agruparse sus actividades en tres funciones:

- Asesoría, mediante la información y asesoramiento al cliente.
- Mediación, poniendo en contacto a oferentes y demandantes de servicios turísticos, si bien la revolución en las tecnologías de la información ha relegado a un segundo plano la función mediadora.
- Producción, mediante la organización, comercialización y operación de viajes y productos turísticos.

En cuanto a la caracterización del sector podemos destacar:

- El importante crecimiento de la oferta en el período estudiado que se caracteriza por la elevada atomización estructural y la coexistencia de pequeñas empresas con grandes grupos empresariales.
- La alta concentración geográfica en las Comunidades Autónomas de Madrid, Cataluña, Baleares, Valencia y Canarias, que absorben cerca del 80% de las casas centrales.
- El predominio de la empresa minorista, en cuanto a casas centrales (87%). Siguen, a continuación, la mayorista-minorista y la mayorista. En cuanto a sucursales, el predominio corresponde a la empresa mayorista-minorista, a la que le siguen, por orden, la minorista y la mayorista.
- El escenario fuertemente competitivo, en reacción al cual se produce la proliferación de los denominados grupos de gestión, junto con un importante movimiento asociacionista y una tendencia a la concentración del sector.
- El impacto de las nuevas tecnologías, que si bien por una parte han supuesto una importante mejora en la productividad, por otra podrían constituir una amenaza para la futura supervivencia del sector.

## **PARTE II. ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR**

## 5. Métodos de Análisis.

En los capítulos anteriores hemos realizado un estudio de las principales características de las agencias de viajes en España.

En este capítulo nos proponemos describir la metodología empleada para la realización del análisis de la creación de valor en las agencias de viajes en España. La podemos agrupar en los siguientes apartados:

- Consulta de fuentes bibliográficas (Capítulo 3).
- Entrevista a agentes de viajes y profesionales relacionados con el sector.
- Análisis económico- financiero.
- Identificación de indicadores de creación de valor.
- Contrastación empírica.

El objetivo de los tres primeros ha sido la identificación de los factores clave en la gestión de las agencias de viajes, para contrastar, posteriormente, su impacto en la creación de valor de estas empresas.

Antes de iniciar la contrastación empírica se han repasado las medidas de creación de valor propuestas por la literatura financiera, para determinar el indicador más apto para nuestro objetivo. En el análisis se han considerado las ventajas e inconvenientes reconocidas por los autores, aún en debate, y sobre todo, su adecuación a las características específicas de la información disponible del sector. En este sentido cabe señalar la importante limitación que supone desde el principio la ausencia de agencias de viajes que coticen en la Bolsa española.

La contrastación empírica ha tenido como objetivo la identificación de los generadores de valor en las agencias de viajes así como la determinación del orden de importancia de estos factores. Se han analizado, partiendo de la información actualizada disponible de este sector, los factores relevantes para su gestión económico-financiera y en qué medida las decisiones de inversión y financiación tomadas por los agentes de viajes han determinado la evolución en la creación de valor de estas empresas.

## 5.1. Búsqueda de Factores Clave en la Gestión de las Agencias de Viajes.

### 5.1.1. Consulta de Fuentes Bibliográficas.

Las obras consultadas han constituido un importante referente para la tesis en la medida que han permitido el contraste de sus resultados con los obtenidos de la base de datos del Banco de España Central de Balances Anual, considerada la más homogénea. Las fuentes más significativas a efectos de nuestro análisis han sido descritas en el Capítulo 3.

No obstante, a lo largo del período de consulta hemos constatado la escasez de estadísticas del sector turístico, circunstancia que se agrava en el subsector de las agencias de viajes. Las series estadísticas publicadas se limitan a recuentos de centrales y sucursales, por totales y por distribución geográfica; los restantes datos sectoriales constituyen, más bien, datos puntuales procedentes de trabajos no homogéneos, que algunos autores llegan a comparar suponemos que ante la ausencia de otro tipo de información.

### 5.1.2. Entrevista a Agentes de Viajes y Profesionales Relacionados con el Sector.

Mediante estas entrevistas hemos tratado de conocer la opinión de los profesionales del sector acerca de la situación del mismo. Esto nos ha permitido, por una parte, orientar la investigación y, por otra, contrastar nuestros resultados y ajustar la interpretación de los mismos a la luz de la experiencia profesional.

Hemos de señalar que las entrevistas han resultado de gran utilidad a la hora de identificar cuáles podrían ser los factores básicos a considerar en el estudio financiero de la actividad de las agencias de viajes.

### 5.1.3. Análisis económico-financiero.

Por último, para la identificación de los factores clave en la gestión de las agencias de viajes se ha realizado el análisis económico-financiero de las cuentas de balance, de resultados y de operaciones patrimoniales del sector. Dentro de este diferenciamos:

- Análisis estructural: el estudio de la estructura del balance y de la cuenta de resultados del sector de las agencias de viajes ha tenido como objetivo conocer el peso de cada una de las partidas de las cuentas anuales y su evolución a lo largo del tiempo. Para ello, ha sido preciso expresarlas en términos relativos, esto es, en porcentaje respecto de las distintas masas patrimoniales, en el balance y el estado de operaciones patrimoniales, o de las ventas, en la cuenta de resultados. Esto nos ha permitido, asimismo, hacer comparables datos

procedentes de muestras con distinto número de empresas. Para este análisis, se ha elaborado el balance medio, como media aritmética simple de los valores a principio y fin de ejercicio, para tratar de eliminar su carácter estático frente al carácter dinámico de la cuenta de resultados.

- Análisis económico: en este apartado se ha realizado un estudio en profundidad de los resultados de las agencias de viajes, mediante el análisis de sus ingresos y sus costes, así como de la rentabilidad de los capitales invertidos. Se han elaborado ratios significativos a efectos de considerar las palancas de creación de valor de estas empresas.
- Análisis financiero: el análisis financiero tiene como objetivo comprobar la capacidad de la empresa para satisfacer las deudas a su vencimiento, y en consecuencia determinar su posición relativa con respecto a la situación de equilibrio. Estos aspectos son estudiados utilizando como herramienta el análisis por ratios de los diversos componentes del balance. Se ha realizado un seguimiento de la posición financiera del sector, a partir de los resultados obtenidos del cálculo de ratios significativos, con especial consideración de aquellos aspectos más relevantes a efectos de creación de valor del sector.

## 5.2. Indicadores de Creación de Valor.

Desde el punto de vista de la Dirección Financiera el objetivo general de la empresa es “la maximización del valor de la misma para sus accionistas, es decir, la maximización del valor de mercado de sus acciones”<sup>1</sup> lo que en un mercado que funciona correctamente lleva a una asignación eficiente de los recursos. Copeland, Koller y Murrin<sup>2</sup> sostienen que este objetivo, aceptado en los Estados Unidos y el Reino Unido, crea empresas más prósperas y, por ello, economías más fuertes, niveles de vida más altos y mayores oportunidades profesionales y empresariales.

En Europa (continental) y Japón, sin embargo, suele preferirse un equilibrio entre los objetivos de los diferentes grupos afectados por la empresa, considerando que el aumento de valor beneficia sobre todo a los accionistas, si bien ambos planteamientos pueden considerarse equivalentes en la medida en que la creación de valor sólo se logrará si todas las fuerzas hacen posible el éxito de la empresa, aportando ilusionadamente su esfuerzo, lo que sucederá si con la empresa logran sus propios objetivos.<sup>3</sup>

Hay que añadir, asimismo, que la creación de valor se ha convertido no sólo en el objetivo general de la empresa sino también en una herramienta para juzgar la gestión empresarial, de modo que las diferentes decisiones de la empresa pueden ser interpretadas en función de su aportación a ese objetivo. Y es fundamentalmente desde esta perspectiva desde la que se plantea esta tesis doctoral. En efecto, si la empresa decide adoptar una filosofía de gestión basada en el valor o VBM (*Value-Based Management*) cuya finalidad es la creación de valor para sus accionistas, necesita comprender qué elementos de sus operaciones diarias, de sus decisiones de explotación, de inversión y financiación, tienen un mayor impacto sobre el valor.

Para la medición de la creación de valor necesitamos algún indicador que trate de estimar el cumplimiento de ese objetivo. En la literatura financiera encontramos distintos indicadores que tratan de realizar dicha aproximación:

- El valor económico añadido (EVA, Economic Value Added).
- El beneficio económico (BE).

---

<sup>1</sup> Suárez, Andrés S., op cit. p. 35.

<sup>2</sup> Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., *Valuation: Managing the Value of Companies*, (3<sup>a</sup> ed.), John Wiley&Sons, Nueva York, 2000, pp. 3-4.

<sup>3</sup> Gómez-Bezares, Fernando y Santibáñez, Javier, “Cálculo y gestión del valor de la empresa”, *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. LII, nº 162, 1997, pp. 434-435.

- El valor añadido de mercado (MVA, Market Value Added).
- El Cash Value Added (CVA).
- La rentabilidad de los flujos de caja de la inversión (CFROI, Cash Flow Return On Investment).

### 5.2.1. Valor Económico Añadido (EVA, *Economic Value Added*).

El EVA o Economic Value Added es un indicador de la creación de valor registrado bajo esa denominación por la consultora Stern Stewart & Co. en 1991. Según Stewart<sup>4</sup> este indicador responde adecuadamente de todos los intercambios complejos involucrados en la creación de valor y se calcula como diferencia entre la tasa de rendimiento sobre el capital (ROIC) y el coste de capital (WACC), y luego multiplicándolo por el valor contable económico del capital dedicado al negocio, según la expresión que sigue,

$$EVA = \text{Capital invertido} \cdot (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

De acuerdo con Stewart, una EVA positivo significa que la rentabilidad del capital invertido (ROIC) es superior al coste de ese capital (WACC), es decir, que se está creando valor. Análogamente, un EVA negativo significa que se produce una destrucción de valor, lo que puede suceder incluso aunque la empresa esté obteniendo beneficios contables.

Para el cálculo del EVA se necesita conocer el valor de las tres variables reseñadas:

- La rentabilidad de la inversión o ROIC: se obtiene por cociente entre el beneficio procedente de las actividades ordinarias de la empresa después de impuestos, pero antes de los costes de financiación y de los asientos contables que no sean en efectivo, y el capital invertido. En este punto Stewart recomienda realizar una serie de ajustes a fin de transformar la contabilidad del devengo en contabilidad de caja.
- El coste de capital de la inversión o WACC que se obtiene como media ponderada del coste de los fondos propios y de la deuda.
- La cifra de capital invertido, o suma de recursos propios y recursos ajenos con coste, que habrá de ser también convenientemente ajustada para aproximarla a su valor económico contable.

---

<sup>4</sup> Stewart III, G. Bennett, *The quest for value*, HarperCollins Publishers Inc, 1999 (tr. española *En busca del valor*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 2000, p. 163).

Tabla 5.1. Ajustes propuestos para el cálculo del valor contable económico y el ROIC.

| Equivalentes que se añaden al capital:           | Incremento en equivalentes que añade al BAIDI:      |
|--|---|
| Reserva para impuestos diferidos                 | Incremento en la reserva para impuestos diferidos   |
| Reserva LIFO                                     | Incremento en la reserva LIFO                       |
| Amortización acumulada del fondo de comercio     | Amortización del fondo de comercio                  |
| Fondo de comercio no registrado                  |   |
| Intangibles capitalizados (netos)                | Incremento en los intangibles capitalizados (netos) |
| Reserva de coste total                           | Incremento en la reserva de coste total             |
| Pérdida (ganancia) extraordinaria acumulativa    | Pérdida (ganancia) extraordinaria                   |
| Otras reservas como:                             | Incremento en otras reservas                        |
| Reservas para deudas incobrables                 |   |
| Reserva para la obsolescencia de las existencias |   |
| Reserva de garantía                              |   |
| Reservas para abonos diferidos                   |   |

Fuente: Stewart III, G. Bennett, *The quest for value* .

Una inconsistencia en el cálculo del EVA es que compara datos contables (ROIC) con datos de mercado (WACC) siendo más conveniente sustituir el ROIC por la tasa interna de retorno de la inversión. Stewart sostiene que los ajustes propuestos en la tabla 5.1 permiten una mejor aproximación a los valores reales de estos parámetros.

Sin embargo para algunos autores el principal inconveniente que presenta el EVA es que no considera las expectativas de futuro de la empresa a valorar, por lo que el EVA calculado para un año no es la creación de valor en ese año.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Fernández, Pablo, *Valoración de empresas*, (2<sup>a</sup> ed.), Gestión 2000, Barcelona, 2001, pp. 283–302.



Para McIntyre<sup>6</sup> un EVA positivo frecuentemente indica que se ha creado valor, aunque sea en una cantidad desconocida, y una corriente de EVAs positivos lo indica aún con más probabilidad. Damodaran<sup>7</sup> señala que esto sucederá siempre que los incrementos del EVA no se realicen a costa del crecimiento futuro de la empresa o del nivel de riesgo de sus inversiones, esto es, con un empeoramiento de sus expectativas. Por este motivo, el modelo de descuento de flujos de caja resulta una medida del aumento de valor más acertada, aunque resulte menos sencillo y más subjetivo que el EVA.

Jordan, Anctil y Mukherji, afirman, sin embargo, que la toma de decisiones basada en la maximización del EVA en cada período conduce, finalmente, a la maximización del flujo de caja descontado.<sup>8</sup>

En cualquier caso, como es admitido por la literatura financiera<sup>9</sup>, el EVA no es concepto nuevo, ya que tiene sus orígenes en el denominado beneficio residual (*residual income*), lo novedoso del EVA, según Kleiman, es su constitución en un criterio fundamental para la gestión empresarial, sobre el que basar, asimismo, sistemas de retribución que promueven mayores niveles de beneficios para los accionistas que los basados en otras medidas convencionales como el beneficio por acción (EPS o *earnings per share*). Como advierte este autor, los altos cargos de la empresa no se interesan tanto en la aptitud del EVA como medida financiera de la

---

<sup>6</sup> McIntyre, Edward V., "Accounting Choices and EVA", *Business Horizons*, January-February, 1999, p. 72.

<sup>7</sup> Damodaran, Aswath, *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, Nueva York, 2002, pp. 883-884.

<sup>8</sup> Jordan, J.S., Anctil, R. y Mukherji, A., "Activity-based costing for economic value added", *Discussion Paper n° 278*, Center for Economic Research Department of Economics, University of Minnesota, 1994.

<sup>9</sup> La idea que subyace detrás del concepto no es nueva, se trata, más bien, de una versión renovada del llamado Beneficio Residual, noción de amplia tradición en la literatura contable y financiera, que ya fue utilizada por General Electric en Estados Unidos entre los años 1920 y 1950. Incluso antes que General Electric, Alfred Marshall propuso otro concepto equivalente: el Beneficio Económico (Martín, José Luis y Trujillo, Antonio, *Manual de valoración de empresas*, Ariel, Barcelona, 2000, p. 181). La diferencia entre ambos conceptos, beneficio residual y EVA, reside en los ajustes propuestos por Stewart al beneficio y al capital (Biddle, G. C., Bowen, R.M. y Wallace, J.S., "Does EVA Beat Earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, n° 3, 1997, pp. 305-307).

creación de valor<sup>10</sup>, como por su capacidad de motivar un comportamiento destinado al aumento de valor en toda la organización.<sup>11</sup>

En este sentido cabe mencionar el caso de Crane Company<sup>12</sup>. El cálculo de los incentivos de esta empresa se basa en los resultados de cada ejercicio, medidos a través de EVA de cada año, tanto en términos absolutos como en porcentaje de variación respecto al año anterior. El directivo recibe un tercio de la remuneración establecida —resultado del incremento o decremento del EVA anual en un período de tres años— en efectivo. Los dos tercios restantes quedan pendientes de la obtención de futuros EVAs positivos. De esta forma el sistema de incentivos contempla una perspectiva más a largo plazo.

Wallace<sup>13</sup> demuestra que la adopción de sistemas de incentivos basados en el beneficio residual conlleva un incremento del mismo, así como:

- una disminución de las inversiones y elevación de las ventas de activos,
- un aumento de los pagos a accionistas mediante recompra de acciones y
- una utilización más eficiente de los recursos.

---

<sup>10</sup> Entre otros estudios que tratan de contrastar la validez del EVA como medida de creación de valor:

O'Byrne, Stephen F., "EVA and Its Critics", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n° 2, 1999, pp. 92–96.

Ehrbar, Al, *EVA: The real key to creating wealth*, John Wiley & Sons, Nueva York, 1998.

Biddle, G. C., Bowen, R.M. y Wallace, J.S., "Evidence on EVA", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n° 2, 1999, pp. 69–79.

Fernández, Pablo, "Beneficio económico, EVA y creación de valor de empresas españolas (1991–97)", *Documento de investigación del IESE*, n° 384, 1999.

Irmia, Ana I., *La creación de valor para el accionista: una contrastación empírica*, Tesis doctoral, Universidad de Sevilla, Sevilla, 2001.

<sup>11</sup> Kleiman, Robert T., "Some New Evidence on Eva Companies", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n° 2, 1999, p.80.

<sup>12</sup> Wallace, James S., "Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what to pay for?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, n° 3, 1997, pp. 298–299.

<sup>13</sup> Ibidem, pp. 275–276.

Este autor observa, además, ciertas evidencias de que el mercado responde favorablemente a la adopción de planes de compensación de este tipo, incentivo que un número creciente de empresas, como Coca-Cola o el BBV<sup>14</sup>, han ido implantando para la mejora de sus procesos de gestión.

---

<sup>14</sup> López, Julio, “El programa de 1000 días de BBV”, *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. LII, nº 162, 1997, pp. 475–494.

### 5.2.2. Beneficio Económico (BE)

La definición del beneficio económico de Copeland, Koller y Murrin<sup>15</sup> coincide, como señalan Gómez-Bezares y Santibáñez<sup>16</sup>, con el EVA (Economic Value Added) al obtenerse como:

$$\text{Beneficio Económico} = \text{Capital Invertido} \cdot (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Según este planteamiento, este concepto añade sobre beneficio del ejercicio que estima las cargas de todo el capital y no sólo los intereses de la deuda.

Si bien encontramos discrepancias en la definición de este indicador. Según Fernández podemos expresar el beneficio económico de la forma siguiente:

$$\text{Beneficio Económico} = \text{Fondos Propios} \cdot (\text{ROE} - K_e)$$

Puede considerarse que, para Fernández, el beneficio económico es un caso particular del EVA, en el que la empresa no se encuentra endeudada.

En cuanto a su interpretación cabe realizar similares consideraciones que para el EVA. De forma semejante, el beneficio económico puede calcularse anualmente y si se descuenta todo el beneficio económico que la empresa puede esperar obtener en el futuro, a una tasa conveniente  $K_e$ , se obtiene, como veremos más adelante, el valor añadido de mercado. En cuanto a sus inconvenientes, como señala Fernández, no incorpora las expectativas del sector y su valor anual no mide la creación de valor en el período.

### 5.2.3. Valor Añadido de Mercado (MVA, *Market Value Added*)

El valor añadido de mercado es la diferencia entre el valor de mercado del capital invertido de una empresa (fondos propios y ajenos) y su valor contable. Si suponemos que el valor de mercado de la deuda coincide con su valor en libros, el MVA será la diferencia entre el valor de mercado de los fondos propios de la compañía y su valor en libros, según la expresión:

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{Valor de mercado de los fondos propios} - \text{Valor contable de los fondos propios} = \\ &= N^\circ \text{ de acciones en circulación} \cdot (\text{Precio} - \text{Valor contable}) \end{aligned}$$

---

<sup>15</sup> Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., op. cit., p. 143-144.

<sup>16</sup> Gómez-Bezares, Fernando y Santibáñez, Javier, op. cit., p. 448.

El MVA identifica la creación de valor en una empresa con la revalorización de sus acciones en el mercado respecto a las aportaciones de los accionistas, medidas por el valor contable de los fondos propios<sup>17</sup>. Para Stewart este último valor debe ser rectificado mediante una serie de ajustes que permitan transformar la contabilidad en valor económico contable.

Un estudio fundamentado en un EVA retrospectivo y anual, puede ser cuestionado en la medida en que no incorpora las expectativas de futuro del sector. El valor añadido de mercado (MVA o *Market Value Added*) intenta superar esta crítica mediante el descuento de los EVA futuros al coste de capital o WACC. En efecto, el valor de mercado añadido puede expresarse en cualquier punto del tiempo como el valor actualizado de todo el EVA que una empresa puede esperar que genere en el futuro, según la expresión:

$$MVA_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

De esta manera constituye “una medida del potencial de la creación de valor, que añadido a los capitales invertidos nos daría el valor actualizado de la empresa”.<sup>18</sup>

El MVA al utilizar precios de mercado incorpora las expectativas de futuro del sector, pero ésta, que es su principal ventaja frente al EVA, se convierte también en su principal inconveniente para las empresas no cotizadas; que no pueden aplicarlo ante la ausencia de precios en mercados organizados. Como solución, Amat<sup>19</sup> sugiere utilizar las ofertas de compra que haya podido recibir la empresa — aceptando que no constituyen una referencia tan sólida— y Diéguez<sup>20</sup> emplear algún método de valoración como el descuento de flujos considerando las

---

<sup>17</sup> Fernández sostiene que la diferencia entre el valor de mercado de las acciones y su valor contable corresponde a la creación de valor en el momento que se crea la empresa, porque entonces el valor contable es un flujo, que es la inversión inicial, pero no en los años siguientes. (Fernández, Pablo, *Valoración de empresas*, 2ª ed., Gestión 2000, Barcelona, 2001, p. 301).

<sup>18</sup> Martín López, Miguel Ángel y Millán Navarro, Rocío, “Una aproximación al EVA creado por el sector eléctrico con el Marco Legal Estable”, *Análisis Financiero*, primer cuatrimestre, 2000, p. 73.

<sup>19</sup> Amat, Oriol, EVA. *Valor económico añadido: un nuevo enfoque para optimizar la gestión, motivar y crear valor*, Gestión, 2000, Barcelona, 1999, pp. 98–99.

<sup>20</sup> Irmia, Ana I., op. cit., p.125.

expectativas de crecimiento de la empresa, si bien, señala que la valoración de estas expectativas es un proceso complejo que requiere bastante información.

En nuestro sector, como resulta evidente por las características específicas de la información manejada, no resulta posible la aplicación de este indicador de creación de valor.

#### 5.2.4. Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Trata de medir la rentabilidad generada por las inversiones de la empresa, siendo, como señala Fernández<sup>21</sup>, “la TIR de los flujos ajustados por la inflación asociados con la inversión”.

Para calcular el CFROI, es necesario<sup>22</sup>:

1. Estimar la vida útil de los activos.
2. Calcular los flujos de caja y el capital invertido (actualizándolo al momento presente) según la metodología propuesta por el BCG<sup>23</sup>.
3. Estimar la tasa de descuento que iguala el valor actual de los flujos de caja con los activos contables actualizados.
4. Comparar el CFROI con el coste de capital en términos reales, sin inflación.

Su expresión analítica sería la siguiente:

---

<sup>21</sup> Fernández, Pablo, *Valoración de empresas*, (2ª ed.), Gestión 2000, Barcelona, 2001, p. 291.

<sup>22</sup> Martín, José Luis y Trujillo, Antonio, *Manual de valoración de empresas*, Ariel, Barcelona, 2000, pp. 205–206. Puede verse una aplicación del CFROI en: Arteta, Eduardo y Palomo, Juan Carlos, “La gestión integral del valor. Los planteamientos de Iberdrola”, *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. LII, nº 162, diciembre 1997, pp. 495–435.

<sup>23</sup> El Boston Consulting Group propone calcular el capital invertido como: valor contable + amortización acumulada + activos leasing operativo  $\pm$  *goodwill* + ajuste por inflación – financiación espontánea. Para el cálculo de los flujos de caja: beneficio neto + amortización + intereses después de impuestos + cuotas de leasing operativo + ajuste por inflación. Puede consultarse sobre el CFROI y CVA: Boston Consulting Group, *Shareholder Value Metrics*, BCG, 1996.

$$0 = -A + \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1 + CFROI)^i} + \sum_{i=1}^n \frac{VR_i}{(1 + CFROI)^i}$$

Siendo  $A$  la inversión bruta,  $FC_i$  el flujo de caja bruto operativo obtenido en el período por el activo y  $VR_i$  el valor residual de los activos al final su vida útil.

Una empresa creará valor para sus accionistas si el CFROI, que representa la rentabilidad media de todos los proyectos existentes de la empresa en un momento determinado, es superior al coste de capital o WACC sin inflación. Para obtener este coste ( $K$ ) puede realizarse el siguiente ajuste por inflación,

$$K = \left( \frac{1 + WACC}{1 + t_i} \right) - 1$$

Siendo  $t_i$  la tasa de inflación media del periodo al que se refiere el coste de capital nominal.

Según Damodaran este indicador presenta el mismo inconveniente que el EVA en cuanto a que es posible que se mejore su valor en detrimento del crecimiento futuro o riesgo de la firma.<sup>24</sup>

Martín y Trujillo señalan, además, que la metodología resulta más compleja que la del EVA, por diferentes razones, como la dificultad de estimar la vida útil de los activos y su actualización o el cálculo de las tasas reales. Si desde la perspectiva del analista externo, la ausencia de información suficiente puede dificultar la obtención de este indicador para una empresa concreta, este inconveniente es aún mayor si el cálculo se dirige a un conjunto de empresas o sector, como es el caso que nos ocupa.

Las características específicas de la información que manejamos imposibilitan ya no la estimación de datos como la vida útil de los activos del sector sino cualquier intento de aplicar métodos basados en la actualización o descuento de flujos de fondos, considerados conceptualmente más correctos por permitir incorporar las expectativas de evolución del mismo, esto es, su capacidad de generar flujos de caja en el futuro.

#### 5.2.5. Valor Añadido en Efectivo (CVA, *Cash Value Added*)

El CVA ha sido propuesto como alternativa al EVA por el Boston Consulting Group, sustituyendo el ROIC por el CFROI en el cálculo de la rentabilidad y el WACC por el

---

<sup>24</sup> Damodaran, Aswath, op. cit., capítulo 32.

coste medio del capital real o sin inflación (K). Según este indicador, una empresa crea valor cuando el CFROI es mayor que dicho coste medio, de acuerdo con la expresión:

$$CVA = \text{Capital Invertido} \cdot (CFROI - K)$$

De forma similar al EVA, puede demostrarse que el valor añadido de mercado en un tiempo t es igual al descuento de los CVA que la empresa espera generar en el futuro, tomando como tipo de actualización el WACC,

$$MVA_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Según distintos autores (Martín Trujillo y Fernández) no mejora al EVA en capacidad explicativa.

Analizados los distintos indicadores de creación de valor observamos que:

- La ventaja fundamental del EVA y BE a efectos de nuestro estudio es que calcula los datos anuales lo que por las limitaciones en la información disponible (muestras distintas en cada año y empresas no cotizadas) nos obliga a usarla como única medida de estimación de la creación de valor. Por otra parte, aún aceptando que el EVA anual no mida la creación de valor de un período, consideramos que como instrumento para evaluar la gestión puede orientarnos en la identificación de los factores impulsores de valor de las agencias de viajes en España.
- El MVA no resulta de utilidad dado que las empresas objeto de estudio no cotizan en la Bolsa española.
- Los métodos basados en el descuento de flujos (CFROI y CVA) no pueden aplicarse por limitaciones en la información disponible. En efecto, si la composición del sector cambia en el tiempo, no podemos actualizar cantidades no homogéneas.

Tan sólo, por tanto, podemos aplicar los clásicos métodos contables, ROA y ROE, el EVA y el BE. Sobre el beneficio contable, el EVA y el BE presentan la ventaja de tener en cuenta los recursos utilizados para obtener el beneficio y también el riesgo de estos recursos. Hemos optado por el EVA, dado que no encontramos que el BE muestre una mejor capacidad explicativa que aquél, si bien una estimación de la evolución de este último indicador nos ha permitido observar una tendencia similar.

Por último, para contrastar hasta qué punto el EVA es un buen indicador de la creación de valor en las agencias de viajes en España, sería necesario disponer de datos de mercado de los que en la actualidad carecemos. Nuestro estudio



mejoraría sensiblemente si lo hiciera la información de la que disponemos, pues es éste el principal inconveniente al que se enfrenta el investigador en el área del turismo.

### 5.3. Contratación empírica.

Se inicia con el cálculo del valor de EVA para el sector en el período 1989-1999. Para ello se estimaron los tres principales parámetros en que puede expresarse el EVA, esto es, ROIC, WACC y capital invertido. Para su cálculo se utilizaron tanto valores contables como de mercado, éstos últimos provenientes de touroperadores europeos —convenientemente adaptados al caso español— debido a la ausencia de datos de mercado sobre las agencias de viajes en España.

A continuación se aplicó el método matemático de la regresión, con el objetivo de poner de manifiesto la estructura de dependencia que mejor explicara el comportamiento del EVA a través de las variables o posibles factores clave de creación de valor con los que asumíamos en capítulos anteriores que estaba relacionado. Para ello se ajustaron distintas funciones a fin de encontrar la mejor relación, más explicativa, entre el EVA y esas magnitudes. Finalmente se optó por el ajuste lineal pues otro tipo de funciones o bien resultaban menos explicativas o no mejoraban sensiblemente la capacidad explicativa de aquél.

Escogida la función lineal, la variable dependiente fue el EVA y la independiente los distintos factores de creación de valor. Cada ajuste se acompañó del cálculo de los coeficientes de determinación y de correlación lineal, así como del “p-valor”, a fin de contrastar la fiabilidad, calidad y nivel de confianza, respectivamente, de los resultados obtenidos.

Los factores de creación de valor de las agencias de viajes se ordenaron atendiendo a su capacidad explicativa, de acuerdo con los valores del coeficiente de determinación.

La metodología de análisis de la creación de valor en las agencias de viajes en España puede agruparse en las siguientes categorías:

- Consulta de fuentes bibliográficas (Capítulo 3).
- Entrevista a agentes de viajes y profesionales relacionados con el sector.
- Análisis económico-financiero, empleando fundamentalmente el análisis por ratios.
- Identificación de indicadores de creación de valor, que nos ha llevado a la elección del valor económico añadido (*Economic Value Added*, EVA).
- Contrastación empírica, para la que se ha empleado el método de la regresión.

El objetivo de las tres primeras ha sido la identificación de los posibles generadores de valor en las agencias de viajes, para contrastar su impacto sobre la creación de valor en estas empresas y jerarquizarlos en función de su capacidad explicativa sobre la evolución del EVA.

## 6. Análisis de la Estructura Económico-Financiera de las Agencias de Viajes en España.

### 6.1. Estados patrimoniales y de flujos.

La Central de Balances Anual facilita información para el análisis empresarial de la agrupación “Turismo” a través de los siguientes estados<sup>1</sup>:

Estados de flujos:

- la “cuenta de resultados”: mediante el cálculo de saldos significativos muestra la contribución del sector a la actividad económica general —valor añadido bruto—, las rentas generadas —materializadas en los gastos de personal y el resultado económico bruto de la explotación— y el resultado neto total, después de los impuestos, la carga financiera neta, las provisiones y las amortizaciones, e incluyendo los ingresos netos ajenos a la explotación.
- “Operaciones patrimoniales”, recoge “las operaciones efectivamente realizadas” en los distintos elementos de activo y pasivo, es decir, las variaciones del patrimonio debidas exclusivamente a la realización en el período de operaciones de inversión y financiación. Este estado ofrece, como afirma la Central, “una visión paralela a la que facilita un estado tradicional de origen y aplicación de fondos”, para la explicación de las variaciones de las distintas partidas patrimoniales.

Estados patrimoniales: el balance, que facilita los activos y pasivos del sector, distinguiendo, en los primeros, entre el activo inmovilizado y circulante, y en los segundos, entre recursos propios, recursos ajenos y provisiones para riesgos y gastos.

Estados de conciliación: el enlace entre el balance inicial y final se explica además de por las operaciones patrimoniales por “otras variaciones de activos y pasivos” que “no tienen la categoría de transacciones porque no se han realizado con terceros y porque no suponen orígenes o aplicaciones de fondos”.

Estados de análisis de apalancamiento financiero: la Central de Balances presenta un estado de equilibrio financiero y un conjunto de ratios que determinan el apalancamiento financiero. Para ello, se deducen del activo total los pasivos sin

---

<sup>1</sup> Banco de España. Central de Balances, *Resultados anuales de las empresas no financieras 1999*, CD-ROM, Madrid, 2000, suplemento metodológico, pp. 16-22.

coste, de forma que se calculan los ratios sin tener en cuenta el endeudamiento gratuito, y los valores de cada partida se obtienen en promedio a partir de los datos a principio y final del ejercicio. Los ratios obtenidos son los siguientes:

- Rentabilidad del activo neto: trata de estimar la rentabilidad generada por el activo por cociente entre los resultados y el activo neto (descontada la financiación gratuita); en ediciones anteriores a la del 2000, distingue entre resultados antes y después de impuestos, en la última publicada lo calcula por cociente entre el resultado operativo neto y el activo neto obtenido, en todos los casos, del balance medio.

- Intereses por financiación recibida y gastos asimilados sobre recursos ajenos con coste: trata de calcular el coste, en porcentaje, de la financiación ajena con coste, mediante cociente de la partida de la cuenta de resultados “intereses por financiación recibida y gastos asimilados” y los recursos ajenos totales descontada la financiación gratuita.

- Rentabilidad de los recursos propios: esta rentabilidad es estimada por cociente de los resultados y los recursos propios (obtenidos del balance medio); de forma similar al activo, la cuenta de resultados utilizada difiere según tomemos la edición del 2000 o anteriores.

- Apalancamiento: el efecto del apalancamiento sobre la rentabilidad se calcula por diferencia entre el resultado del activo neto y los intereses por financiación recibida y asimilados, siendo el efecto positivo o de mejora de la rentabilidad de los recursos propios si la diferencia es positiva y negativo —con efecto opuesto— en caso contrario.

- Ratio de endeudamiento: Se obtiene por cociente de los recursos ajenos con coste y el activo neto total, valoradas ambas partidas a sus saldos medios.

## 6.2. Estructura balance medio del sector.

### 6.2.1. El balance medio.

Para la elaboración del estudio económico-financiero del sector de las agencias de viajes en España partimos, en primer lugar, del balance agregado sectorial que bajo el epígrafe “Turismo” recoge la Central de Balances Anual (CBA). Este documento comprende, en cumplimiento de lo dispuesto por la legislación mercantil y con la debida separación, los bienes y derechos que constituyen el activo del sector, y las obligaciones que forman el pasivo del mismo, especificando los fondos propios (artículo 35.1)<sup>2</sup>.

El balance refleja de forma detallada, ordenada y cifrada en términos monetarios la situación patrimonial agregada de las empresas del sector. El análisis de las partidas del balance permite conocer la estructura material del sector de las agencias de viajes tanto en términos de inversiones realizadas como en su versión financiera.

La CBA ofrece, para cada muestra de empresas, los balances de dos ejercicios consecutivos, de forma que se dispone para cada ejercicio del balance de apertura y cierre. A partir de estos datos es posible obtener el balance medio, para evitar la limitación de la estaticidad del balance, mediante el cálculo del promedio de las cifras de activo y pasivo.

Como señala Martínez García<sup>3</sup>, las cifras a utilizar del balance deben ser promedio, tanto para los activos o inversiones, como para las cifras de pasivo en la medida en que van a compararse con magnitudes flujo: los resultados, los ingresos o los gastos. El analista externo no dispone más que de los balances inicial y final, que son los obligados a proporcionar por precepto legal<sup>4</sup>, por lo que el promedio para cada partida se obtendrá como media aritmética simple de ambos.

Estos promedios resultarán significativos siempre que los saldos no hayan variado de forma significativa pues de lo contrario, como escribe Lev<sup>5</sup>, sería necesario el empleo de medias aritméticas ponderadas, siempre que se disponga de los datos temporales oportunos.

---

<sup>2</sup> Código de comercio y leyes complementarias, 23ª edición, Civitas, Madrid, 1999, p.68.

<sup>3</sup> MartínezGarcía, Francisco Javier, *Análisis de estados contables: comentarios y ejercicios*, Pirámide, Madrid, 1996, p. 341.

<sup>4</sup> Código de comercio y leyes complementarias, op.cit., p.68. Véase artículo 35.4 del citado Código.

<sup>5</sup> Lev, Baruch, *Análisis de los estados financieros: un nuevo enfoque*, Esic, Madrid, 1978, p.14.

El Banco de España elabora el balance medio del sector como media aritmética simple entre los valores inicial y final de cada partida. Así se presenta en el anexo de nuestro trabajo, base para el análisis de la estructura patrimonial del sector.

Las distintas partidas del balance se agrupan en dos grandes rúbricas: activo o estructura económica y pasivo o estructura financiera. Siguiendo el PCG 1990<sup>6</sup> en el activo se recogen todos los bienes y derechos ordenados de menor a mayor liquidez, y en el pasivo, los diferentes medios o recursos financieros, propios y ajenos, ordenados de menor a mayor exigibilidad.

Los principales conceptos de cada una de las rúbricas son los siguientes:

### Activo

- Activo inmovilizado
  - Gastos amortizables
  - Bienes en arrendamiento financiero
  - Otro inmovilizado inmaterial
  - Inmovilizado material neto
  - Inmovilizado financiero
  - Sin clasificar (cuestionario reducido)<sup>7</sup>
  
- Activo circulante
  - Existencias: prácticamente inexistentes en este sector
  - Clientes
  - Otros deudores
  - Activos financieros a corto plazo
  - Disponibilidades (caja y bancos)
  - Ajustes por periodificación

---

<sup>6</sup> Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (Boletín Oficial del Estado de 27 de diciembre de 1990).

<sup>7</sup> La existencia de un cuestionario reducido para las empresas pequeñas, facilita la labor de colaboración con la Central de Balances, pero, como es lógico, reduce el detalle disponible de la mayoría de los conceptos. Esta es la razón de que aparezca este epígrafe que en ningún caso se refiere a montantes significativos.

## **Pasivo**

- Recursos propios
  - Capital desembolsado neto
  - Reservas y prima de emisión
  - Subvenciones de capital
  
- Recursos ajenos
  - Recursos ajenos a largo plazo
  - Financiación a corto plazo con coste
  - Financiación a corto plazo sin coste
  - Provisiones para riesgos y gastos



## 6.2.2. Estudio por elementos patrimoniales.

El análisis patrimonial pretende conocer la evolución y tendencia de las principales masas patrimoniales pertenecientes a las estructuras económica y financiera, así como las correlaciones existentes entre las mismas.

Se trata de analizar, siguiendo al profesor Pedro Rivero<sup>8</sup>:

- La estructura económica del sector, mediante el análisis de las distintas partidas del activo, para observar la relación entre los elementos que componen el capital económico del sector, fundamentalmente activo fijo y circulante, atendiendo a las peculiaridades del sector.
- La estructura financiera, para estudiar la proporcionalidad de las distintas masas del pasivo y neto del balance, comprobando la relación entre financiación propia y ajena, así como entre recursos a corto y largo plazo.
- Las correlaciones patrimoniales entre los distintos elementos que componen la estructura económico-financiera del sector, para conocer si hay una adecuada coordinación entre inversiones y fuentes de financiación, que impida desajustes en el proceso de gestión de las empresas del sector.

La técnica empleada consiste en expresar en porcentaje los diferentes epígrafes del balance medio, para conocer tanto el valor absoluto como la importancia relativa de cada masa, y considerando la estructura patrimonial óptima “aquella que minimice la capacidad necesaria para un nivel óptimo de actividad dado y siempre que esté soportada por una estructura financiera estable”<sup>9</sup>.

Aunque a continuación realizamos un análisis pormenorizado por partidas podemos destacar los siguientes aspectos generales observados en toda la serie temporal sobre la composición del balance de las agencias de viajes en España:

- Un elevado peso del activo circulante, lo que no extraña en una actividad como la del sector caracterizada por una reducida inversión en inmovilizado. En efecto, ocupa valores que oscilan entre el 71% y 87% del activo total. Dentro del activo circulante destacan clientes, otros deudores y disponibilidades.
- Menor importancia relativa del inmovilizado, si bien con una tendencia creciente debido a las partidas de inmovilizado material, inmaterial y financiero, que

---

<sup>8</sup> Rivero, Pedro, *Análisis de balances y estados complementarios*, 7ª edición, Pirámide, Madrid, 1996, p. 145.

<sup>9</sup> *Ibidem*, p. 146.

reflejan las inversiones del sector ya sea en oficinas y sucursales, equipamiento informático, sistemas de reservas y software o en participaciones en otras empresas del sector —por la concentración del mismo— o no. Especial consideración merecen las partidas de inmovilizado financiero, que a finales de los noventa llega a constituir la partida de mayor peso del inmovilizado, y de inmovilizado inmaterial, que en 1995-1996 llega a duplicar su peso sobre el inmovilizado reflejando la inversión del sector en las tecnologías de la información. Como se analizará más adelante, estas inversiones contribuirán a mejorar la productividad por trabajador, la rentabilidad y el valor del sector medido por el EVA.

- El predominio de la financiación ajena, concretamente de la financiación a corto plazo, fundamentalmente proveedores y otros acreedores sin coste, lo que denota un importante endeudamiento gratuito y de mala calidad respecto al plazo de devolución. En cuanto a la financiación con coste, se observa que el sector no ha acudido a la emisión de títulos, ya sean obligaciones u otros valores negociables, para la obtención de financiación y de forma muy reducida a la financiación bancaria, aunque ésta última sea prácticamente la única forma de financiación con coste escogida por el sector.
- Menor importancia relativa de los recursos propios en el total del pasivo, si bien con una tendencia creciente del peso de la autofinanciación de enriquecimiento, que se refleja en la partida de reservas y prima de emisión, en detrimento del peso del capital desembolsado neto sobre el total de los recursos propios.

Antes de iniciar la interpretación de cada uno de los elementos patrimoniales del balance medio del sector de agencias de viajes, resulta conveniente destacar que no existe una adaptación del Plan General de Contabilidad de 20 de diciembre de 1990 al sector de agencias de viajes, como ha podido suceder para otras actividades; únicamente se dispone del reciente trabajo elaborado por el grupo de trabajo del Instituto de Contabilidad de Madrid<sup>10</sup> dirigido a las agencias de viajes,

---

<sup>10</sup> Gutiérrez, M., Grande, J., Martín, P., Reneses, C., y Vacas, C., *Agencias de Viajes. Contabilidad y Fiscalidad*, Instituto de Contabilidad, Madrid, 2001. En Francia encontramos una adaptación del Plan General Contable al sector de las agencias de viajes, en cuya elaboración se han implicado los profesionales del sector como indica expresamente en su introducción el Plan Contable Profesional de las Agencias de Viajes francés. El cuadro de cuentas, que manifiesta la voluntad del sector de emplear ciertas cuentas facultativas, muestra ciertos rasgos básicos de esta adaptación sectorial: a) La reducida extensión del grupo 3, de existencias, lo que es lógico en una actividad típica de servicios, b) El desarrollo del grupo 4, en el que se incorporan cuentas específicas de proveedores y acreedores que hacen referencia a la adquisición de servicios turísticos (transporte, alojamiento, restauración) y cuentas específicas de clientes (individuales, receptivo, agencias de viajes, etc.) y deudores (entre ellos, guías turísticos y acompañantes), c) En cuanto a los grupos 6 y 7, desaparecen los ingresos y gastos relacionados con la compra-venta de mercancías y se amplían los referentes a la prestación de servicios (compras de transporte, alojamiento, etc. y comisiones por venta de billetes aéreos, viajes programados, etc.). Puede consultarse: *Plan Comptable Professionnel des Agentes de Voyages*, Editions BPI, Francia, Septiembre 2000.

con el fin de atender y cubrir esa necesidad. Como sucediera para el sector de la hostelería<sup>11</sup>, la ausencia de una normalización contable para el sector de agencias de viajes ha dificultado la necesaria homogeneidad de la información contable proporcionada por estas empresas.

A esta dificultad habría que añadir la escasa vinculación que se ha percibido en las agencias de viajes más pequeñas, entre dirección de la empresa y contabilidad, que en una gran parte de los casos se encomienda a personal externo a la empresa. En el diagnóstico efectuado por la consultora Novotec sobre las agencias de viajes se constataba que la gerencia no realizaba de forma consistente un seguimiento, control y análisis de los presupuestos contables, que en numerosos casos se reducían a una sencilla relación anual de ingresos y gastos, más que a estados financieros mensuales.<sup>12</sup>

De este modo, la ausencia de un plan contable adaptado a las agencias de viajes unida a la reducida implicación de los gestores en el desarrollo de la función contable ha podido obstaculizar la elaboración de datos comparables a efectos de análisis de empresa.

Por otra parte, los modelos de los estados contables proporcionados por la Central de Balances presentan peculiaridades respecto a los modelos normalizados del Plan General de Contabilidad de 1990, por lo que ha sido necesario proceder al estudio de la metodología empleada por la Central de Balances para comprender y analizar cada uno de los conceptos.

---

<sup>11</sup> Con el fin de salvar este inconveniente para el sector de la Hostelería, Catalina Vacas Guerrero elaboró la tesis doctoral: *Normalización contable en el sector de la hostelería: una propuesta de adaptación del plan general de contabilidad al sector*, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1999.

<sup>12</sup> Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la Pequeña y Mediana Empresa-Novotec, op. cit., p. 9.

### 6.2.2.1. Activo

Es el conjunto de inversiones o capital productor de bienes o servicios, esto es, el conjunto de medios —bienes y derechos— de los que disponen las agencias de viajes para realizar su actividad.

#### Elementos componentes

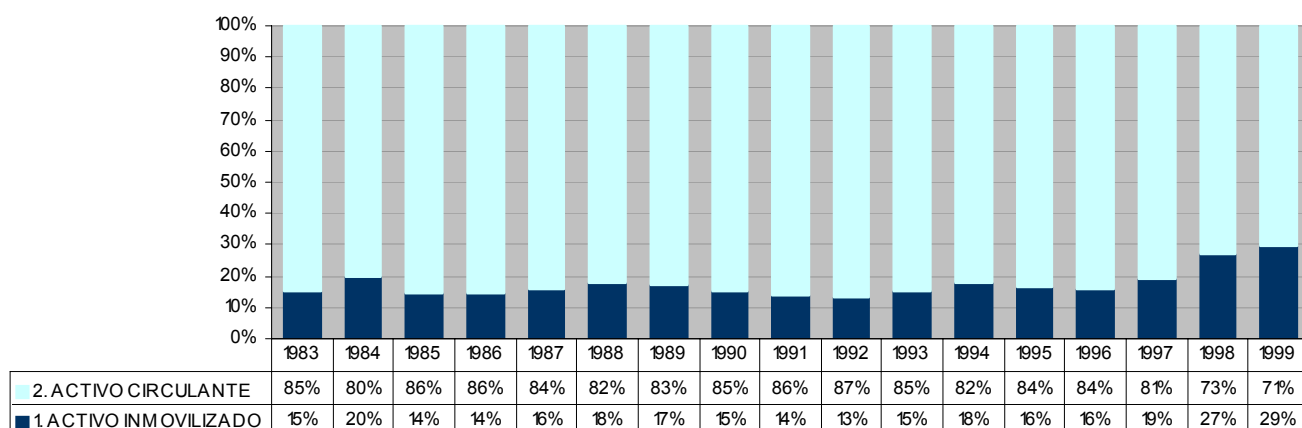
Los elementos que integran el activo se pueden agrupar en dos epígrafes:

- Activo inmovilizado
- Activo circulante

#### Evolución

El sector de agencias de viajes se caracteriza por el predominio del activo circulante sobre el activo fijo como puede observarse en el siguiente gráfico de estructura del activo:

Gráfico 6.1. Evolución de la estructura del activo total de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

## 1. Activo Inmovilizado.

El activo inmovilizado comprende los elementos del patrimonio destinados a servir de forma duradera en la actividad del sector de las agencias de viajes, así como los gastos de establecimiento y los gastos a distribuir en varios ejercicios<sup>13</sup>.

La serie temporal indica que para este sector es la masa patrimonial de menor peso, ya que oscila entre el 13% y el 29% del activo total (Gráfico 6.1). Se observa, sin embargo, una tendencia creciente desde 1996, que refleja el mayor esfuerzo inversor realizado por las agencias de viajes en los últimos años de la década de los noventa. En efecto, como analizamos a continuación, estas empresas incrementaron su inmovilizado material, inmaterial y financiero en el período 1996-1999.

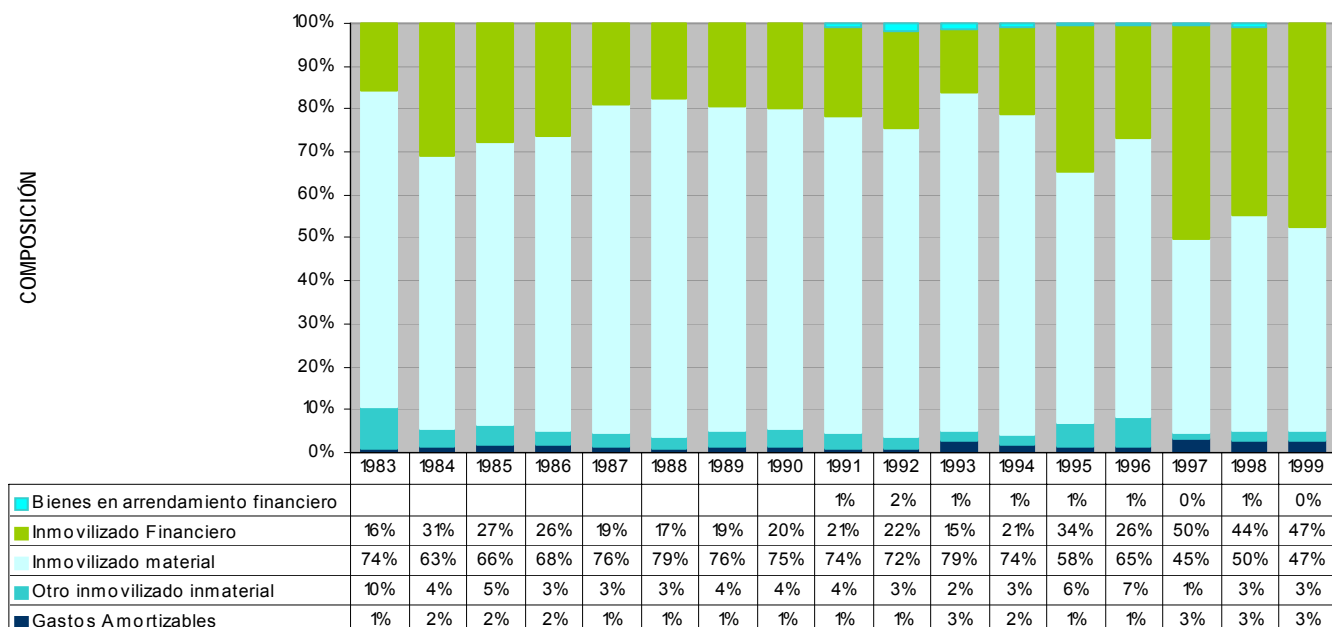
### Elementos componentes

- a. gastos amortizables
- b. bienes en arrendamiento financiero
- c. otro inmovilizado inmaterial
- d. inmovilizado material
- e. inmovilizado financiero
- f. sin clasificar

---

<sup>13</sup> *Plan General de Contabilidad*, Civitas, segunda edición, Madrid, 1994, p. 84.

Gráfico 6.2. Evolución de la estructura del activo inmovilizado de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

#### a. Gastos Amortizables.

Se trata del primer epígrafe del inmovilizado y se refiere a los gastos diferidos o de distribución plurianual, por tener proyección económica futura. No se trata de bienes y derechos sino de gastos necesarios para la constitución y puesta en marcha de la empresa, así como para la obtención de recursos permanentes.

En el balance que presenta la CBA los gastos amortizables comprenden, tanto los gastos de establecimiento, de formalización de deudas y otros gastos a distribuir como los gastos financieros diferidos y diferencias de cambio activadas. En el PGC se establecen las normas para la valoración y amortización de estos gastos<sup>14</sup>.

Para las agencias de viajes los gastos de establecimiento incluyen<sup>15</sup>:

- Gastos de constitución, como los honorarios de letrados, notarios y registradores, la impresión de memorias, boletines y títulos, los tributos, los

<sup>14</sup> Ibidem, p. 237-238.

<sup>15</sup> Gutiérrez, M., Grande, J., Martín, P., Reneses, C., y Vacas, C., op. cit., pp. 22-23.

gastos de publicidad, y comisiones además de otros gastos de colocación de títulos.

- Gastos de primer establecimiento, como honorarios, gastos de viajes y otros para estudios previos de naturaleza comercial y económica, publicidad de lanzamiento, captación, adiestramiento y distribución de personal y gastos como consecuencia de la obtención del título-licencia de agencia de viajes.
- Gastos de ampliación de capital.

Los gastos de formalización de deudas comprenden los gastos de emisión y modificación de valores de renta fija y de formalización de deudas, tales como los de escritura pública, impuestos, confección de títulos, y otros similares.

Los gastos financieros diferidos incluyen la diferencia entre el importe de reembolso y la cantidad recibida en deudas de las agencias de viajes representadas o no en valores de renta fija. Esta partida, según se muestra en el balance medio, es la menos importante en el total de los gastos amortizables, lo que encontramos coherente dada la escasa utilización por parte del sector del endeudamiento ajeno con coste en general y de la emisión de obligaciones u otros valores negociables, en particular.

El balance medio del sector muestra la reducida importancia del total de los gastos amortizables a lo largo de toda la serie. En efecto, su peso sobre el total del activo oscila entre el 0,8% y el 0,1%, siendo el 0,2% el valor más frecuente. Dentro del total son los de establecimiento, de formalización de deudas y otros gastos a distribuir los explican prácticamente la evolución de los gastos amortizables del sector (Tabla A4.4).

#### b. Bienes en Arrendamiento Financiero.

Comprende el valor del derecho de uso y opción de compra sobre los bienes que las agencias de viajes han utilizado en régimen de arrendamiento financiero. Por esta fórmula las agencias de viajes pueden arrendar locales de negocios, bienes de equipo, maquinaria, vehículos, etc. con derecho a comprarlos en el futuro por su valor residual. Se trata de una fórmula de financiación que permite el funcionamiento de las empresas sin realizar grandes inmovilizaciones de capital. El movimiento de esta cuenta se realiza atendiendo a lo dispuesto en las normas de valoración del PGC.<sup>16</sup>

El sector contabiliza esta fórmula de arrendamiento desde el año 1991, en aplicación del Plan General Contable de 1990, si bien resulta una partida poco

---

<sup>16</sup> *Plan General de Contabilidad*, op.cit., pp. 88 y 236.

importante, pues tan sólo ocupa un 0,1% del activo total la mayor parte de los años (Tabla A4.4).

### c. Otro Inmovilizado Inmaterial.

Esta partida recoge elementos patrimoniales intangibles constituidos por derechos susceptibles de valoración económica, distintos de los contenidos en el epígrafe “gastos de establecimiento, formalización de deudas y otros gastos a distribuir”, tales como gastos en investigación y desarrollo (I+D), aplicaciones informáticas, propiedad industrial y otros.

En esta partida las cuentas más usualmente aplicables por las agencias de viajes son<sup>17</sup>:

- Propiedad Industrial: refleja los importes satisfechos por las agencias de viajes por marca y rótulo del establecimiento, debidamente registrados.
- Aplicaciones Informáticas: recoge el importe satisfecho por la propiedad o por el derecho de uso de programas informáticos, partida de especial importancia en un sector tan dependiente de las tecnologías de la información.

En el PGC se establecen las normas para su valoración y amortización<sup>18</sup>. Al total del activo fijo intangible se deduce la amortización acumulada del inmovilizado inmaterial obteniendo el importe neto que es el que figura en los epígrafes b y c.

Se trata de una partida poco importante respecto al activo total, con un peso que oscila entre el 1% y 0,3% (Tabla A4.4). El análisis del estado de operaciones patrimoniales (Tabla A4.6) revela un mayor esfuerzo inversor en esta partida desde mediados de los noventa, con valores que alcanzan el 4 y 5% del total de las operaciones patrimoniales de activos del sector, frente a valores inferiores al 1% en el período 1983-1994.

Puede afirmarse que su evolución muestra la adaptación de las agencias de viajes a la llamada *era de la información*<sup>19</sup>, y da idea del proceso de tecnificación del sector, expresamente abordado en el trabajo de la fundación COTEC<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> Gutiérrez, M., Grande, J., Martín, P., Reneses, C., y Vacas, C., op. cit., p. 34.

<sup>18</sup> *Plan General de Contabilidad*, op.cit., pp. 234-236.

<sup>19</sup> Puede estudiarse en profundidad este concepto en los tres volúmenes de la obra de Manuel Castells: *La era de la información. Economía, Sociedad y Cultura*, Alianza Editorial, Madrid, 1997 y 1998.

<sup>20</sup> Tamayo, Braulio, op. cit., Madrid, 1997.



El estudio de AEDAVE<sup>21</sup> pone de manifiesto el notable incremento experimentado en el nivel de informatización del sector, que en 1992 ascendía al 80% frente al 55% estimado en 1986, así como las importantes perspectivas de mejora que expresaron las agencias de viajes consultadas para los años siguientes. Este estudio destacaba también la espectacular implantación de los sistemas de reservas. Por su parte, el estudio realizado por Novotec eleva el porcentaje de informatización al 95% en 1997, si bien un 2,5% proyectaba iniciar el proceso de informatización en breve.

Cabe resaltar que estas inversiones han afectado positivamente a la productividad del personal empleado en el sector. En opinión de Tamayo<sup>22</sup>, estas mejoras pueden constituir, por otra parte, una amenaza, en la medida que suponen una necesidad de un menor número de agencias de viajes para un volumen de facturación dado, por lo que pueden conllevar una fuerte lucha competitiva por la supervivencia si no hay un correlativo aumento de la demanda. Analizando la evolución del sector desde 1982 a 1995, podemos afirmar que el número de agencias de viajes creció a una tasa media anual del 10%, más del triple de la tasa de crecimiento de la entrada de visitantes a España. Desde 1996 al 1999, sin embargo, se invierte la relación con un crecimiento anual de las agencias de casi la mitad del crecimiento de los visitantes (Tabla A5.3).

#### d. Inmovilizado Material.

Conjunto de elementos patrimoniales tangibles, muebles o inmuebles, que forman parte de la estructura sólida o fija del sector de las agencias de viajes.

Aunque la Central de Balances distingue entre construcciones, instalaciones técnicas y maquinaria, otras instalaciones, utillaje y mobiliario, elementos de transporte, equipos informáticos y otros, las cuentas del inmovilizado material más usualmente aplicables por las agencias de viajes son las siguientes<sup>23</sup>:

- Construcciones y otras instalaciones: incluyen, entre otros activos, los locales de las agencias de viajes, que deben reunir unos requisitos reglamentariamente<sup>24</sup> establecidos (deben diferenciarse de los locales y oficinas colindantes y ser de libre acceso público; asimismo deben exhibir un rótulo con el nombre de la agencia, grupo al que pertenece y su código de identificación). El estudio de AEDAVE pone de manifiesto el predominio de esta partida, que

---

<sup>21</sup> AEDAVE-Nexopublic Consulting, op. cit., pp. 75-76.

<sup>22</sup> Tamayo, Braulio, op. cit., pp. 72-26.

<sup>23</sup> Gutiérrez, M., Grande, J., Martín, P., Reneses, C., y Vacas, C., op. cit., p. 25.

<sup>24</sup> Orden de 14 de abril de 1988 por la que se aprueban las normas reguladoras de las Agencias de Viajes, artículo 5.

sólo en oficinas y sucursales alcanzaba un peso del 94% del inmovilizado material para la muestra analizada en el año 1992<sup>25</sup>.

- Mobiliario: comprende mobiliario, material y equipos de oficina de las agencias de viajes.
- Equipos para procesos de información: ordenadores y otros conjuntos electrónicos de los que dispongan para realizar su actividad; esta partida reviste una especial importancia, ante la aparición de los nuevos canales de distribución, que pueden comprometer la supervivencia del sector.
- Elementos de transporte: comprende vehículos de todas clases utilizables para el transporte de personas, animales, materiales o mercaderías al exterior. En el estudio de AEDAVE esta partida es la segunda en importancia, al ocupar el 3,1% de las inversiones en inmovilizado material<sup>26</sup>.

En el PGC se establecen las normas para su valoración y amortización. A la suma del activo fijo tangible se deduce el importe de la amortización acumulada del inmovilizado material y las provisiones por depreciación. Se valora al precio de adquisición —importe facturado más los gastos adicionales hasta la puesta en funcionamiento— deducidas las amortizaciones practicadas y provisiones.<sup>27</sup>

El inmovilizado material es la partida más importante del total de las partidas que componen el activo fijo. Su peso neto —descontadas las amortizaciones y las provisiones— se encuentra en torno al 9% y 14% del activo total (Tabla A4.4). Se observa, no obstante, que este peso crece en los últimos años, lo que podría indicar un mayor esfuerzo en dotación de oficinas y sucursales, de mobiliario y de equipamiento tecnológico del sector. El estado de operaciones patrimoniales (Tabla A4.6) indica que desde mediados de los noventa las adquisiciones en este tipo de activos fueron mayores. En este sentido, el estudio de Novotec revela la notable actualización de los equipos informáticos de las agencias de viajes desde 1997, que se cifra en el 37% para ese año y en el 49% para 1998, frente al 3,5% antes de 1990, el 2% entre 1991 y 1995 y el 9% en 1996. En su opinión, este hecho viene propiciado por la aparición de programas intuitivos o en entorno amigable, la bajada de precios de los equipos informáticos, la mayor sensibilización de los empresarios y la positiva influencia del Plan Renove de Amadeus<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> AEDAVE-Nexopublic Consulting, op. cit., pp. 75.

<sup>26</sup> Ibidem.

<sup>27</sup> *Plan General de Contabilidad*, op.cit., pp. 231-234.

<sup>28</sup> Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la Pequeña y Mediana Empresa-Novotec, op. cit., p. 16.

#### e. Inmovilizado Financiero.

Comprende las inversiones financieras permanentes, cualquiera que sea su forma de instrumentación, incluidos los intereses devengados, con vencimiento superior a un año. También se incluyen las finanzas y depósitos a largo plazo constituidos en estas empresas.

Las agencias de viajes contabilizan la fianza que tienen obligación de constituir y mantener en permanente vigencia, ya sea individual o colectiva, por el importe ingresado en metálico en la Caja General de Depósitos de la Comunidad de que se trate o formalizado mediante deuda pública. Este importe está en función de la actividad de la agencia, según establecen los reglamentos de aplicación, así la normativa estatal establece las siguientes cuantías<sup>29</sup>:

- Fianza individual:
  - Mayoristas-minoristas: 30 millones.
  - Mayoristas: 20 millones.
  - Minoristas: 10 millones.
- Fianza colectiva: La cuantía de esta fianza será del 50% de la suma de las fianzas que las Agencias de viajes individualmente consideradas habrían de constituir de acuerdo con el apartado anterior y su importe global no podrá ser inferior a 400.000.000 de pesetas por asociación de carácter nacional o regional.

Estas cuantías cubren la apertura de seis establecimientos, en caso de superar esta cifra la fianza individual deberá incrementarse en la cantidad de 2.000.000 de pesetas o la colectiva en la cantidad de 1.000.000 de pesetas.

La fianza también puede formalizarse mediante aval bancario, que es la forma más usual, o mediante póliza de seguro de caución, lo que supone un gasto periódico a soportar por la agencia de viajes. En este caso la agencia no contaría con un inmovilizado financiero. Las agencias suelen preferir esta alternativa de formalizar la fianza, que suele ser colectiva por el importante ahorro de costes que proporciona la capacidad negociadora de las asociaciones frente a los bancos o compañías aseguradoras.

Las restantes partidas del inmovilizado financiero son:

---

<sup>29</sup> Orden de 14 de abril de 1988 por la que se aprueban las normas reguladoras de las Agencias de Viajes, art. 15.

- Los valores negociables que se contabilizarán por el importe total satisfecho o que deba satisfacerse, incluidos los gastos inherentes a la operación y efectuando las correcciones valorativas correspondientes.
- Los créditos, por el importe total entregado, computando como ingresos por intereses la diferencia entre ese importe y el nominal (importe a devolver por el deudor).
- Las inversiones en moneda extranjera se valorarán aplicando el tipo de cambio vigente en la fecha de la operación; al cierre del ejercicio se valorarán al tipo de cambio vigente en ese momento.<sup>30</sup>

El inmovilizado financiero es, durante el período estudiado, la segunda partida en importancia después del inmovilizado material. Oscila entre el 2% y 14% del activo total (Tabla A4.4), excepto en los tres últimos años en que pasa a ser la partida más importante, ocupando un porcentaje que llega a alcanzar el 50% del total de inmovilizado (Gráfico 6.2). Un repaso de las operaciones patrimoniales efectuadas por el sector permite observar que desde 1994 se incrementa de forma espectacular el porcentaje de inversiones financieras a largo plazo (Tabla A4.6).

Aunque no disponemos del oportuno desglose del inmovilizado financiero para una interpretación más ajustada de su evolución, consideramos que el incremento de esta partida puede ser reflejo del proceso de asociación e integración experimentado por el sector en la década de los noventa, que se ha intensificado en los últimos años como consecuencia de la fuerte competencia desatada en el mismo. En efecto, el importante porcentaje de sus compras de activos financieros a largo plazo podría ser indicativo de una mayor actividad compradora de las agencias de viajes en otras empresas, fundamentalmente del sector turístico, para la concentración de un sector excesivamente atomizado.

Una comparación de los estudios realizados por Nexo Public (1992) y Novotec (1997) pone de manifiesto que el sector de las agencias de viajes aumentó su participación en otras sociedades, ya sea del sector o no, siendo destacable la presencia extranjera.

Podríamos incluir, en este sentido, las adquisiciones de participaciones en el capital social de otras agencias de viajes, compañías aéreas, hoteles, etc., con fines de control. Como señalan Navas y Guerras<sup>31</sup>, las participaciones o adquisiciones de sociedades permiten ejercer un control absoluto, mayoritario o minoritario, según el porcentaje de la sociedad adquirida y de la manera en que estén distribuidos el

<sup>30</sup> *Plan General de Contabilidad*, op. cit., pp. 238-240 y 244-245.

<sup>31</sup> Navas, José Emilio y Guerras, Luis Angel, *La dirección estratégica de la empresa. Teoría y aplicaciones*, Civitas, Madrid, 1996, p. 366.

resto de los títulos entre los demás accionistas, por lo que esta partida podría reflejar participaciones inferiores al 50% que permitieran un control de la empresa si hay un elevado número de accionistas minoritarios con escasa participación individual.

Desde esta perspectiva, consideramos interesante analizar el impacto que sobre la creación de valor ha podido tener el esfuerzo inversor realizado en esta partida.

## 2. Activo Circulante.

Conjunto de elementos patrimoniales cuyo período de realización o conversión en disponibilidades es igual o inferior a un año<sup>32</sup>.

La importancia del activo circulante se puede apreciar comparándolo con el activo total: para las agencias de viajes oscila entre el 71% y el 87% (Gráfico 6.1). Observamos una tendencia decreciente, especialmente en los últimos años de la década analizada.

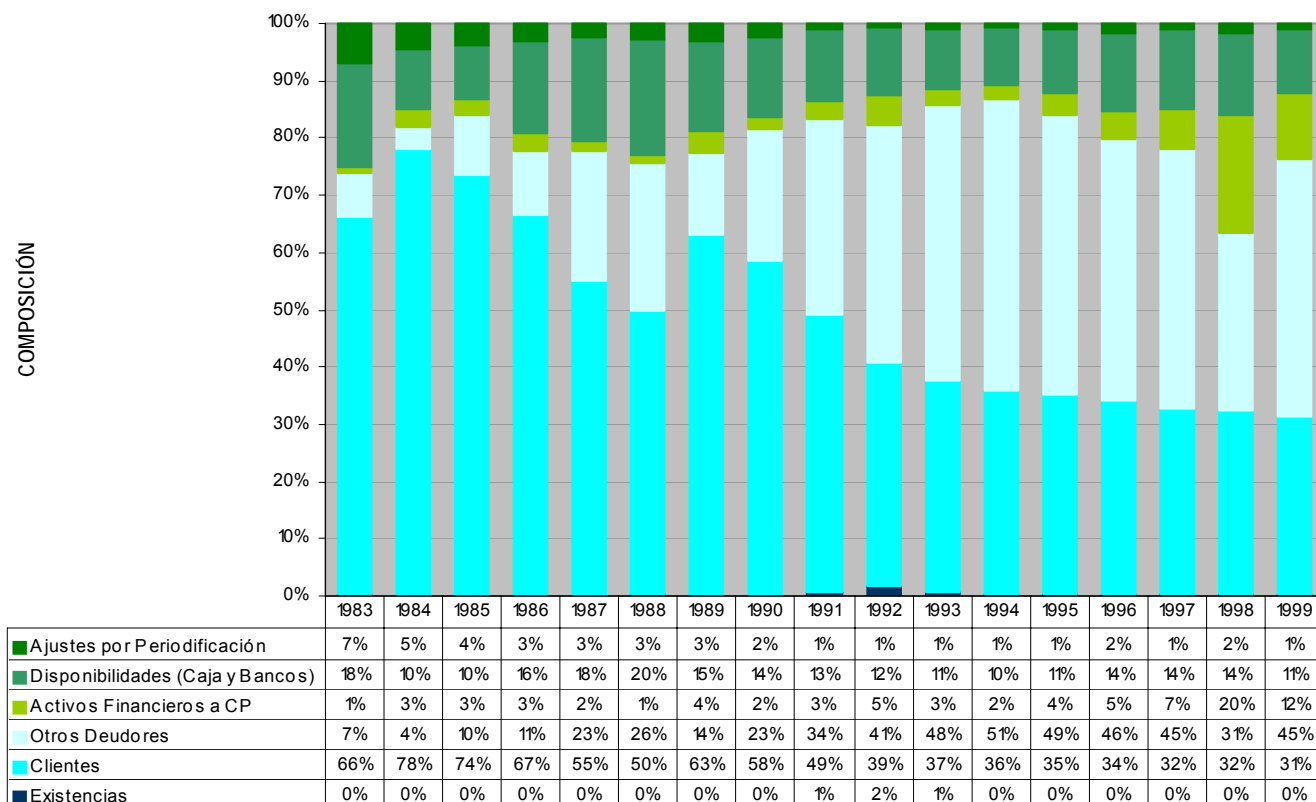
Elementos componentes:

- a. existencias
- b. clientes
- c. otros deudores
- d. activos financieros a corto plazo
- e. disponibilidades
- f. ajustes por periodificación

---

<sup>32</sup> Esta definición, recogida en el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y en el Plan General de Contabilidad, es rectificada por la doctrina contable que propone que sea el período medio de maduración o bien el más elevado de los dos el que sirva como referente discriminador (Esteo Sánchez, Francisco, *Análisis contable de la rentabilidad empresarial*, Centro de Estudios Financieros, Madrid, 1998, pp. 116-117).

Gráfico 6.3. Evolución de la estructura del activo circulante de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

#### a. Existencias.

Incluidas en el grupo 3 del PGC que las define como el conjunto de las mercaderías, productos, subproductos y residuos, materias primas y auxiliares, elementos y conjuntos incorporables, embalajes y envases.

Las existencias más usuales en una agencia de viajes son<sup>33</sup>:

- Folletos de oferta de productos turísticos.
- Bolsas de viaje.
- Otro material publicitario (carteles, expositores, etc.).

<sup>33</sup> Gutiérrez, M., Grande, J., Martín, P., Reneses, C., y Vacas, C., op. cit., p. 45.

- Guías de viajes, mapas y planos.
- Material de oficina.
- Combustibles.
- Repuestos.
- Útiles y equipo de turismo deportivo para su venta (en ocasiones).

Martín Rojo indica que el inventario de una agencia de viajes estará constituido principalmente por material de oficina (folios, impresos para facturas, tinta de las impresoras, etc.)<sup>34</sup>; sin embargo, esto depende de la contabilización que se realice de dicho material. Es posible que no figure dentro de las existencias si la agencia de viajes decide “reflejar las compras directamente en cuentas de gastos y periodificar, al final de cada ejercicio, a la vista de un inventario”<sup>35</sup> para imputar los gastos en función de la corriente real de bienes y servicios en aplicación del principio del devengo.

En cuanto a su valoración, el PGC establece que se realizará al precio de adquisición o coste de producción, efectuando las correcciones valorativas correspondientes.<sup>36</sup>

Esta partida tiene un escaso peso en la estructura económica de la empresa, pues oscila entre el 0% y 0,3% del activo total la mayoría de los años (Tabla A4.4). El análisis de casos particulares de agencias de viajes indica que esta partida vale cero en la mayoría de los casos, aunque a nivel sectorial resulte positiva. En nuestra investigación hemos encontrado que esta partida puede ser más importante en agencias mayoristas que invierten grandes cantidades en folletos turísticos o guías de viaje destinadas a la distribución entre sus clientes —las agencias de viajes—.

#### b. Clientes.

Créditos con compradores de mercancías y demás bienes definidos en el grupo 3 del PGC, así como con los usuarios de los servicios prestados por las empresas del sector turístico, siempre que constituyan una actividad principal.

Figurarán en el balance por su valor nominal y deberán realizarse las correcciones valorativas que procedan, dotándose las correspondientes provisiones en caso de posibles insolvencias.<sup>37</sup>

<sup>34</sup> Martín Rojo, Inmaculada, *Dirección y gestión de empresas del sector turístico*, Pirámide, Madrid, 2000, p. 128

<sup>35</sup> Gutiérrez, M., Grande, J., Martín, P., Reneses, C., y Vacas, C., op. cit., p. 47

<sup>36</sup> *Plan General de Contabilidad*, op. cit., pp. 241-243.

Es la partida más importante del activo hasta 1991, con valores entre el 41% y 63% (Tabla A4.4), desde entonces desciende su participación en favor de la partida “Otros deudores” que refleja, sobre todo, una creciente inversión en la partida “Otros deudores ajenos a la explotación”. Resulta significativo que la progresiva reducción en el saldo de clientes se ve acompañada de una mejora en el diferencial entre períodos de cobro y pago a clientes y proveedores, respectivamente, lo que denota una mejor gestión de sus principales cuentas deudoras y acreedoras (Gráficos 6.18 y 6.19).

El estudio de Nexo pone de manifiesto diferencias en esta partida por segmentos de actividad. Las agencias de viajes mayoristas-minoristas presentan una mayor cuantía de clientes que las minoristas: “lo se justifica por el hecho de que su actividad es, en parte, intra-empresa, y los cobros se resienten más que en un negocio de venta exclusiva al consumidor”.<sup>38</sup>

Como afirma Álvarez<sup>39</sup>, la determinación de la política crediticia deberá implicar el importe óptimo adeudado por los clientes, teniendo en cuenta que, como es obvio, se incrementan las ventas al aumentar el plazo de cobro: pero el objetivo de la empresa no debe consistir en vender más, sino en aumentar su rentabilidad.

### c. Otros Deudores.

Es, junto con clientes, la partida más importante del activo circulante. De 1992 a 1999, ambos inclusive, es la que ocupa un mayor peso sobre el total del activo circulante<sup>40</sup>. En el balance esta partida se presenta subdividida en tres:

- Otros deudores de la explotación: donde se incluyen los créditos con compradores de servicios que no tienen la condición estricta de clientes y con otros deudores de tráfico no incluidos en el epígrafe anterior y las percepciones debidas por motivos fiscales o de fomento realizadas por las Administraciones Públicas.

Su importancia sobre el activo total oscila entre el 3% y el 15% (Tabla A4.4).

- Otros deudores ajenos a la explotación: otras inversiones financieras temporales en empresas del grupo y asociadas, créditos a corto plazo en resto de empresas y depósitos y fianzas constituidas a corto plazo.

---

<sup>37</sup> Ibidem, pp. 241 y 244-245.

<sup>38</sup> AEDAVE-Nexopublic Consulting, op. cit., pp. 71.

<sup>39</sup> Álvarez, José, *Análisis de balances: auditoria, integración e interpretación*, 19ª edición, Donostiarra, San Sebastián, 1990, p. 226.

<sup>40</sup> Sólo en 1998 es superado ligeramente, en torno a un 1%, por clientes.



Su importancia sobre el activo total oscila entre el 1% y el 30% (Tabla A4.4). En la mayoría de los años es la partida que explica en un mayor porcentaje el saldo de otros deudores.

- Sin clasificar: partida utilizada por la Central como “cajón de sastre” para aquellos importes en los que no hay desagregación suficiente de la información, debido al formato abreviado del cuestionario al que pueden acogerse las empresas pequeñas.

Su importancia sobre el activo total oscila entre el 1% y el 3%. Empieza a tomar valores desde 1992 pero con un reducido peso.

Los importes recogidos en “Otros deudores” figurarán en el balance por su valor nominal y deberán realizarse las correcciones valorativas que procedan, dotándose las correspondientes provisiones en caso de posibles insolvencias.<sup>41</sup>

#### d. Activos Financieros a Corto Plazo.

Activos adquiridos para materializar excesos transitorios de tesorería con la finalidad de obtener una renta futura. Para que estos activos se consideren a corto plazo deben ser fácilmente realizables —con un mercado amplio y en cantidades reducidas—, en caso contrario es más prudente incluirlos en el inmovilizado financiero<sup>42</sup>.

Comprende inversiones financieras temporales en capital, imposiciones a corto plazo, fondos públicos, otros valores de renta fija y una partida sin clasificar.

Para su valoración el PGC establece normas análogas a las aplicadas para el inmovilizado financiero.<sup>43</sup>

Escaso peso a lo largo de la serie, hasta 1996 oscila entre el 1% y el 5% sobre el total del activo circulante (Gráfico 6.3). Sólo merece destacar los dos últimos años, 1998 y 1992, donde asciende al 20% y 12% respectivamente de dicho montante global.

---

<sup>41</sup> *Plan General de Contabilidad*, op.cit., pp. 241 y 244-245.

<sup>42</sup> Álvarez, José, op. cit. p. 222.

<sup>43</sup> *Plan General de Contabilidad*, op. cit., pp. 238-240 y 244-245.

#### e. Disponibilidades.

Comprende las disponibilidades de medios líquidos en caja y los saldos a favor del sector, en cuentas corrientes, a la vista y de ahorro de disponibilidad inmediata en Bancos e Instituciones de Crédito, en moneda nacional o extranjera. Para la conversión en moneda nacional de la moneda extranjera se aplicará el tipo de cambio al cierre del ejercicio.<sup>44</sup>

Su peso oscila entre el 10 y el 20% del activo circulante, siendo este último nivel el alcanzado en el año 1988 (Gráfico 6.3). En general encontramos niveles más elevados de tesorería en la década de los ochenta (10%- 20%) que en los noventa (10%-14%). En el estudio de Nexo se observa que las minoristas presentan niveles de tesorería más elevados (16%) que las mayoristas-minoristas (13%)<sup>45</sup>.

#### f. Ajustes por Periodificación.

Ajustes realizados por las empresas del sector en aplicación del *principio del devengo* preceptuado por el PGC. Tratan de imputar al resultado los gastos en función de la corriente real de bienes y servicios, con independencia del momento en que se produzca la corriente monetaria o financiera derivada de ellos.

Oscilan entre el 1 y 7% del activo circulante, como se observa en el Gráfico 6.3.

---

<sup>44</sup> Ibidem, p. 244.

<sup>45</sup> AEDAVE-Nexopublic Consulting, op. cit., pp. 70-71.

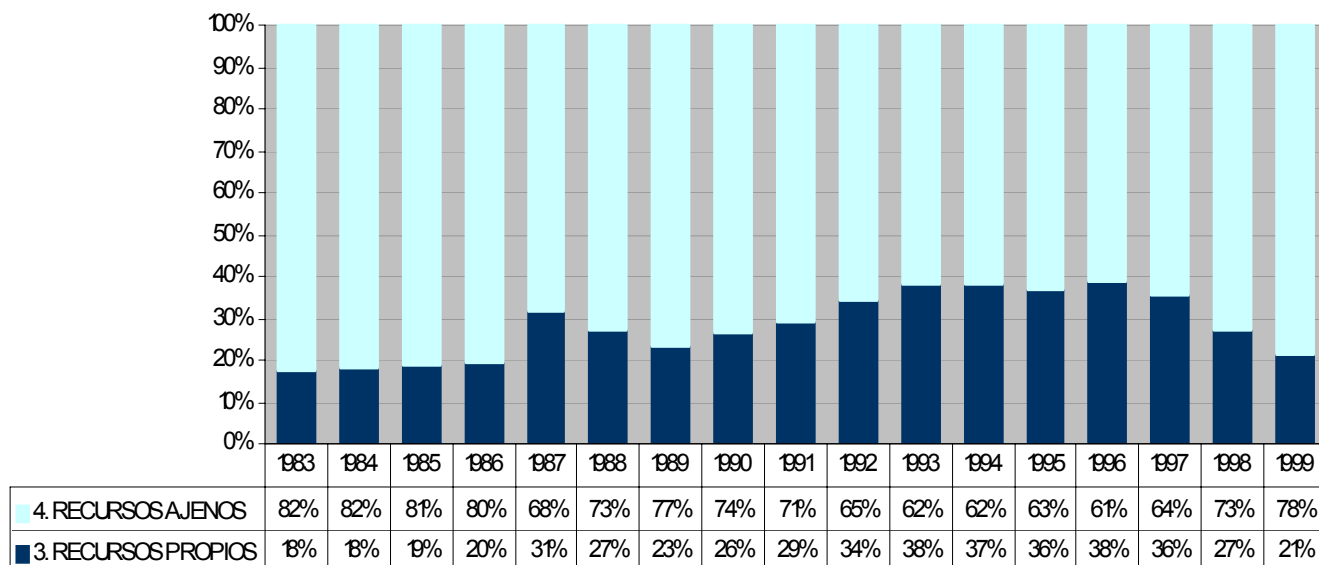
### 6.2.2.2. Pasivo.

Es el conjunto de recursos o fuentes de financiación de las agencias de viajes, resultado de la consecución de dinero para su equipamiento y desarrollo.

#### Elementos componentes

- Recursos propios
- Recursos ajenos

Gráfico 6.4. Evolución de la estructura del pasivo total de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

#### 1. Recursos Propios.

También denominados responsabilidad neta o capital efectivo o solvencia neta del sector. Comprende la financiación propia a largo plazo de la empresa destinada, en general, a financiar el activo fijo y a cubrir un margen razonable del circulante.

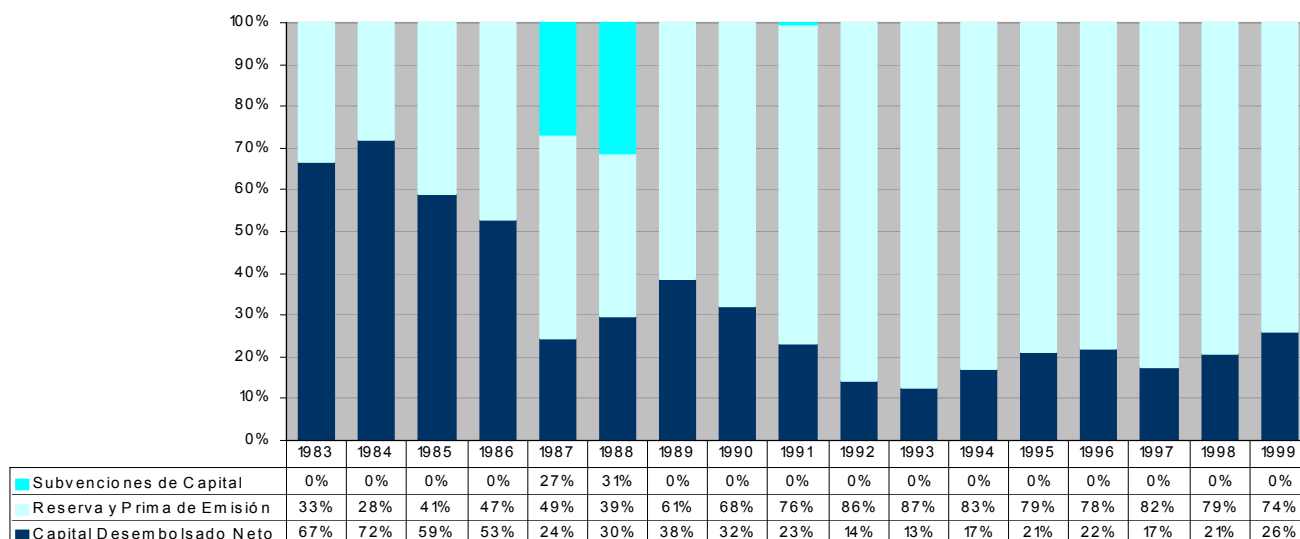
Los recursos propios muestran un peso bastante inferior a los recursos ajenos así como una evolución creciente en la práctica totalidad de la serie observada. En 1983 tan sólo ocupan un 18% de las fuentes de financiación, con una tendencia

creciente que los sitúa en el 38% en 1996. Desde 1997 disminuye su peso hasta ocupar, en 1999, el 21% del pasivo total (Gráfico 6.4).

### Elementos componentes

- a. capital desembolsado neto
- b. reservas y prima de emisión
- c. subvenciones de capital

Gráfico 6.5. Evolución de la estructura de los recursos propios de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

#### a. Capital Desembolsado Neto.

Representa la aportación desembolsada del empresario o de los socios. Se obtiene restando al capital suscrito los importes pendientes de pago (exigidos o no) y las acciones propias (acciones adquiridas por la empresa en los casos que expresamente establece el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas).

Esta partida presenta una tendencia decreciente hasta 1993, con aportaciones que varían del 72% de los recursos propios en 1984 al 13% en 1993. Desde ese año el porcentaje crece ligeramente, ascendiendo en 1999 al 26% (Gráfico 6.5).

Los primeros años de la serie presentan el fuerte esfuerzo inversor realizado, en términos de incrementos directos de capital efectivo. Hasta 1986 la mayoría de la financiación propia proviene de desembolsos de los propietarios y no de la actividad operativa del sector. En 1987 asciende al 24% y llega a su nivel más bajo (13%) en 1993 (Gráfico 6.5).

Puede observarse que a medida que disminuye el peso de esta partida sobre el total de los fondos propios, el de reservas y primas de emisión aumenta, mostrando una tendencia creciente de la autofinanciación.

#### b. Reservas y prima de emisión.

Los beneficios obtenidos por la empresa y no repartidos son contabilizados bajo la denominación de reservas. En la actualidad este concepto se amplía a fondos obtenidos al margen del resultado del ejercicio, reservas motivadas por operaciones de capital, tales como la prima de emisión o reservas por revalorización de activos.

Desde 1987 es la partida de mayor peso de los recursos propios y la que explica, por tanto, la evolución creciente de los recursos propios durante la década de los noventa.

Elementos componentes:

El balance distingue dos subpartidas:

- Beneficios no distribuidos: son los beneficios retenidos y acumulados en la empresa, estos es, los recursos generados por la actividad de la empresa que han sido retenidos y se obtienen por diferencia entre el saldo positivo de pérdidas y ganancias la propuesta de distribución de dividendos.
- Resto de reservas y prima de emisión: contiene el resto de reservas provenientes tanto de los beneficios retenidos como de las ampliaciones de capital por encima de la par de las empresas del sector (prima de emisión) así como de la corrección de las diferencias entre valores actuales e históricos de los activos consecuencia de la inflación (reservas de revalorización). Esta partida es la que ocupa el mayor peso (Tabla A4.4).

### c. Subvenciones de capital.

Ingresos no reintegrables obtenidos por el sector de las agencias de viajes para su establecimiento o estructura fija procedentes de las Administraciones Públicas, empresas o particulares.

El PGC las incluye en el subgrupo 13, ingresos a distribuir en varios ejercicios, indicando las normas de valoración e imputación a ejercicios futuros. Se valorarán por el importe concedido y se imputarán al resultado del ejercicio en proporción a la depreciación experimentada durante el periodo por los activos financiados con dichas subvenciones.<sup>46</sup>

Prácticamente inexistentes en todo el período, exceptuando los años 1987 y 1988, donde ocupan el 27% y 31% del total de los recursos propios. En el cuatrienio 1983-1986 el sector no recibió ninguna subvención y desde el año 1989 en adelante los montantes no alcanzan el 1% de los recursos propios (Gráfico 6.5).

## 2. Recursos ajenos.

Son aquellos fondos que el sector obtiene de terceros con compromiso de devolución en los plazos y con las condiciones previstas. Se diferencian fundamentalmente de los recursos propios por su condición de exigibilidad.

El empresario necesita acudir a esta forma de financiación cuando sus posibilidades financieras son insuficientes para crear, desarrollar o simplemente mantener el negocio objeto de su actividad. Desde un punto de vista económico, se recomienda mantener una inversión abundante en fondos ajenos, siempre que el coste financiero de los mismos (intereses, comisiones, primas, impuestos, etc.) sea inferior a la rentabilidad de la empresa.

La evolución en el período 1983-1998 del peso de la financiación ajena sobre el total de recursos financieros de la empresa, muestra el predominio de la financiación ajena frente a la financiación propia (Gráfico 6.4). El sector de las agencias de viajes ha acudido mayoritariamente a la financiación ajena para obtener recursos para desarrollar su actividad. El análisis del estado de operaciones patrimoniales pone de manifiesto el predominio de los recursos ajenos en sus operaciones de incremento de pasivos (tabla A4.6).

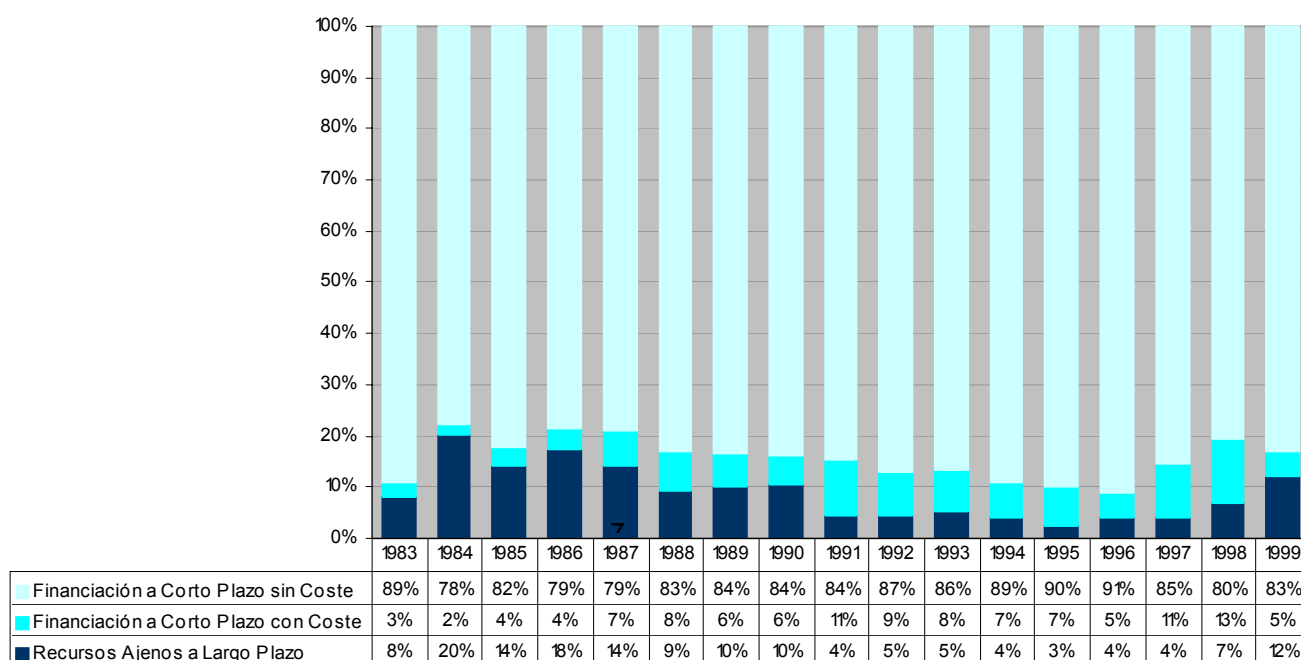
---

<sup>46</sup> *Plan General de Contabilidad*, op. cit., p. 250.

## Elementos componentes

- recursos ajenos a largo plazo
- financiación a corto plazo con coste
- financiación a corto plazo sin coste

Gráfico 6.6. Evolución de la estructura de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

### a. Recursos ajenos a largo plazo.

Fondos provenientes de terceros con compromiso de devolución en un plazo superior a un año y con las condiciones previstas. Al igual que el resto de la financiación básica o permanente están destinados a financiar el activo fijo y cubrir un margen razonable del activo circulante.

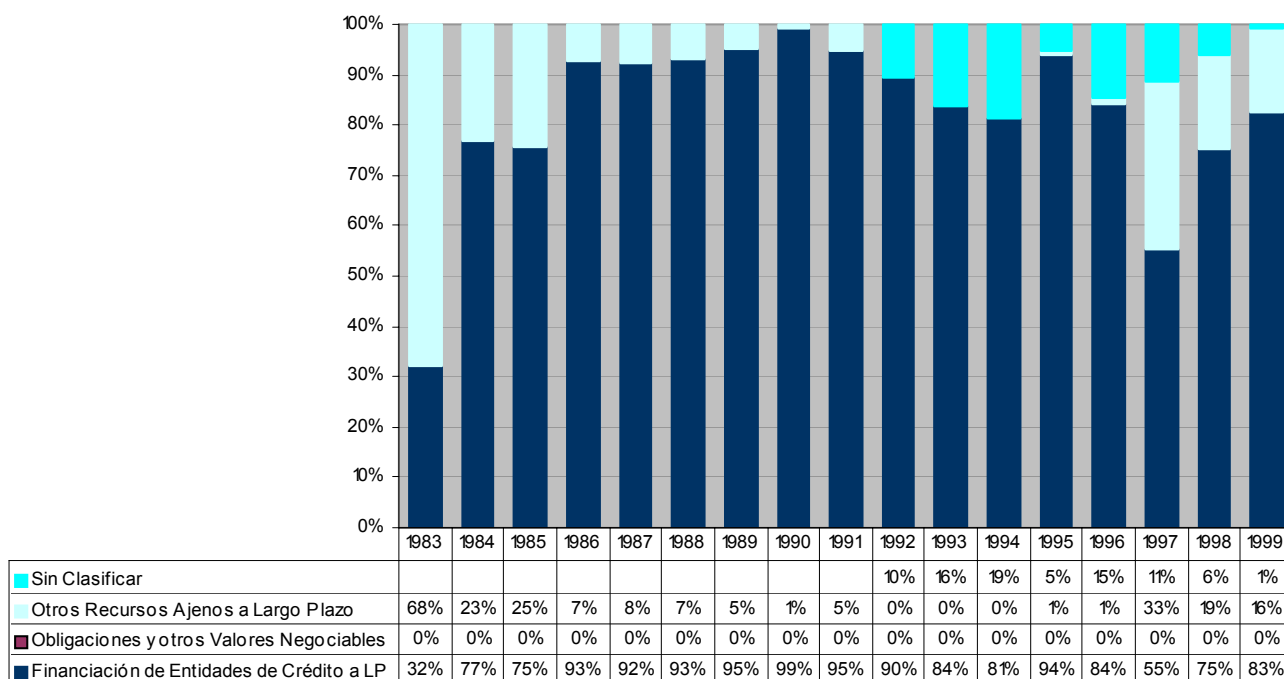
El Plan General Contable contiene normas para la valoración de estas partidas. Las deudas comerciales figurarán en balance por su valor nominal, las no comerciales por su valor de reembolso y los valores negociables en general por su precio de adquisición a la suscripción o compra.

Son los menos importantes del total de recursos ajenos con porcentajes que oscilan entre el 3% y el 12%, excepto en 1984-1987 donde lo hacen entre el 14% y 20% (Gráfico 6.6).

Elementos componentes:

- a.1. financiación de entidades de crédito a largo plazo.
- a.2. obligaciones y otros valores negociables
- a.3. otros recursos ajenos a largo plazo
- a.4. sin clasificar

Gráfico 6.7. Estructura de los recursos ajenos a largo plazo de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.



#### a.1. Financiación de entidades de crédito a largo plazo.

Los recursos procedentes de entidades de crédito constituyen la partida más importante de toda la financiación ajena a largo plazo. Como se muestra en el balance medio, las agencias de viajes españolas prefirieron la financiación bancaria a otras formas de financiación cuando decidieron endeudarse a largo plazo (Gráfico 6.7). Si bien acudieron preferentemente a la financiación propia y no a la ajena, en su obtención de recursos financieros a largo plazo.

#### a.2. Obligaciones y otros valores negociables.

Comprende la financiación ajena a largo plazo instrumentada en valores negociables, ya sean obligaciones, bonos u otra deuda representada en otros valores negociables. Esta partida vale cero en el balance medio del sector durante todo el período estudiado, luego el sector de agencias de viajes no acudió a la emisión de ningún valor negociable para la obtención financiación ajena a largo plazo (Tabla A4.4).

#### a.3. Otros recursos ajenos a largo plazo.

Recoge la financiación de proveedores de inmovilizado, las fianzas y depósitos recibidos a largo plazo y el resto de deudas a largo plazo de las agencias de viajes a largo plazo. Esta partida muestra un peso reducido, comprendido entre el 0 y 1% del pasivo total la mayor parte de los años (Tabla A4.4). Respecto al total de los recursos ajenos, destaca su peso a finales de los noventa, que puede ser reflejo del recurso a proveedores y otros acreedores para el incremento de su inmovilizado.

#### a.4. Sin clasificar.

El cuestionario reducido, que reduce el detalle disponible para determinados conceptos, provoca la aparición de esta partida “sin clasificar”, que recoge la financiación ajena a largo plazo no incluida en ninguno de los epígrafes anteriores.

#### b. Financiación a corto plazo con coste.

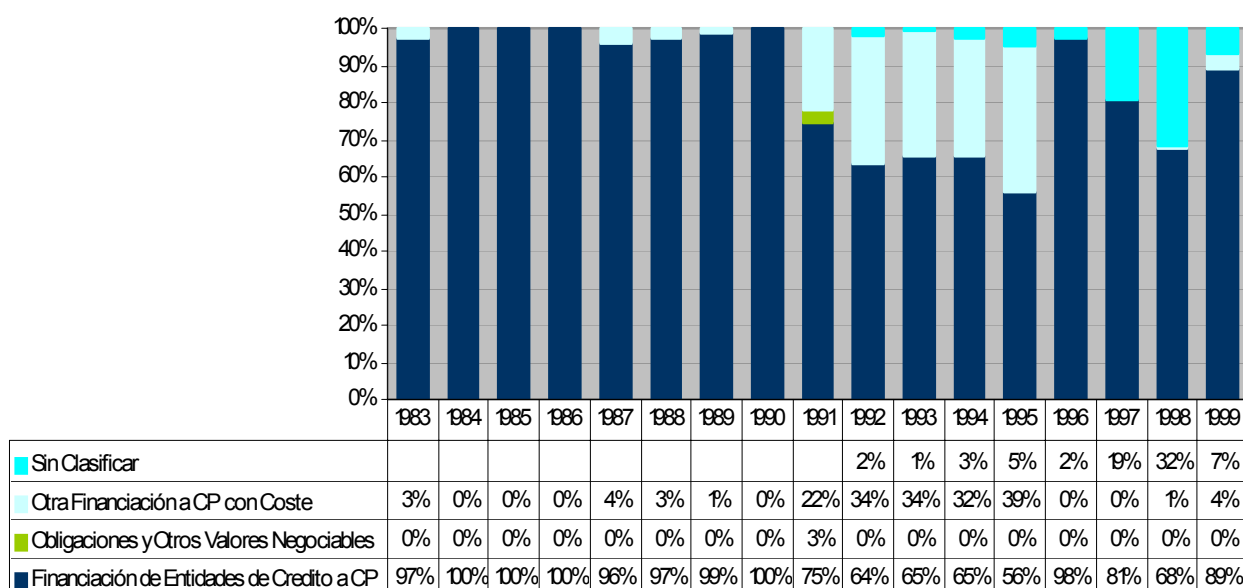
Fondos provenientes de terceros con compromiso de devolución en un plazo no superior a un año y con las condiciones previstas. Están, junto con la financiación a corto plazo sin coste, destinados a financiar la parte del activo circulante que no esté cubierta por la financiación básica o permanente.

Es la partida menos importante del total de la financiación ajena. Los recursos que el sector ha necesitado han sido provenientes fundamentalmente de la financiación gratuita a corto plazo, sobre todo proveedores y otros acreedores sin coste, evitando el endeudamiento tanto a corto como a largo plazo con un coste explícito (Gráfico 6.6).

Elementos componentes:

- b.1. financiación de entidades de crédito a corto plazo
- b.2. obligaciones y otros valores negociables
- b.3. otra financiación a corto plazo con coste
- b.4. sin clasificar

Gráfico 6.8. Estructura de la financiación a corto plazo con coste de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

#### b.1. Financiación de entidades de crédito a corto plazo.

Los recursos procedentes de entidades de crédito a corto plazo son la fórmula preferida por las agencias de viajes cuando han de endeudarse a ese plazo asumiendo un coste explícito (Gráfico 6.8). La financiación bancaria es preferida

tanto a largo como a corto plazo, frente a la emisión de títulos valores u otra forma de financiación con coste. Esta importancia, sin embargo, no se mantiene respecto al total de recursos financieros obtenidos para la actividad de las agencias de viajes españolas, de hecho, la financiación bancaria ocupa una importancia reducida, ya que oscila entre el 4% y 16% del total de la financiación (Tabla A4.4)<sup>47</sup>.

#### b.2. Obligaciones y otros valores negociables.

Comprende la financiación ajena a corto plazo instrumentada en valores negociables, ya sean obligaciones, bonos u otra deuda representada en otros valores negociables. Esta partida asciende al 0% en el balance medio del sector durante todo el período estudiado (Tabla A4.4).

#### b.3 Otra financiación a corto plazo con coste.

Financiación procedente de proveedores de inmovilizado a corto plazo y resto de deudas a corto plazo no comerciales. Tiene un escaso peso respecto al total de los recursos financieros del sector, ya que se encuentra próximo al 0% la mayor parte de los años. En 1991-1995, sin embargo, se eleva al 2%, peso que podría ser indicativo de la financiación por proveedores de los inmovilizados del sector.

#### b.4. Sin clasificar.

---

<sup>47</sup> Con su tesis doctoral el profesor Valentín Bote inició el estudio de la financiación interna del sector turístico por parte de las entidades financieras utilizando como fuente la información proporcionada por la Central de Riesgos del Banco de España. Dentro del sector turístico se incluyeron los subsectores 551 a 555, de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE), excluyendo, por tanto, a las agencias de viajes. Posteriormente Bote continuó sus trabajos junto a los profesores Antonio Mora Sánchez y María Jesús Such, ampliando tanto el ámbito temporal como subjetivo del análisis. En la actualidad este equipo realiza una investigación más profunda en la que incluye la financiación interna de las agencias de viajes y de la que se esperan conclusiones similares, esto es, reducido peso de la financiación otorgada por el conjunto del sistema crediticio español, tal y como se observado para las restantes actividades 551 a 555 de la CNAE.

Puede consultarse:

Bote Gómez, Valentín:

*La política de financiación del sector turístico español 1966-1981*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Madrid, 1985.

“Financiación interna del turismo: Financiación autonómica”, *Estudios Turísticos*, nº 131, Instituto de Estudios Turísticos, septiembre, 1996, pp. 51-67.

Mora Sánchez, Antonio y Bote Gómez, Valentín, “La financiación del turismo”, *La actividad turística española en 1999*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), edición 2000, pp. 123-135.

Mora Sánchez, A., Such Devesa, M.J. y Bote Gómez, Valentín, “Estructura económico-financiera y financiación del sector turístico”, *Estudios Turísticos*, nº 143, Instituto de Estudios Turísticos, 2000, pp. 3-24.

Esta partida es utilizada como cajón de sastre de la clasificación.

c. Financiación a corto plazo sin coste.

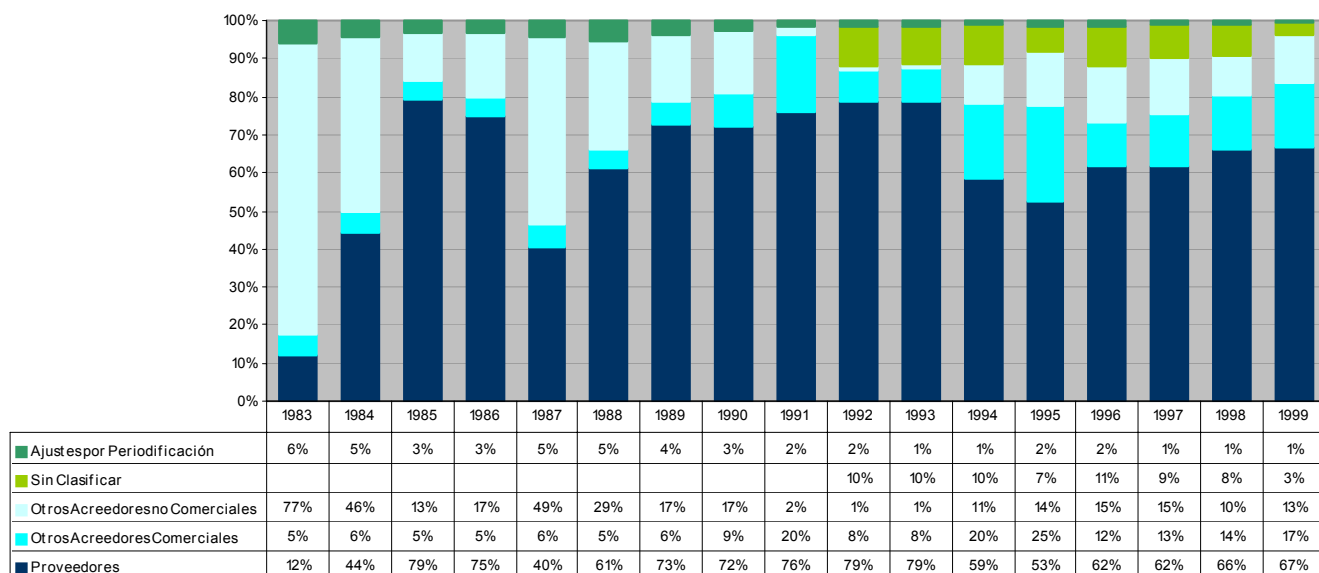
Fondos provenientes de terceros con compromiso de devolución en un plazo no superior a un año y con las condiciones previstas. Se diferencian de los anteriores en que carecen de un coste financiero explícito. Están destinados a financiar la parte del activo circulante que no esté cubierta por la financiación básica o permanente.

Es la partida más importante de la masa de recursos ajenos y del total del pasivo, esto es, del total de recursos financieros obtenidos por el sector. Puede decirse que en el período 1983-1998 las agencias de viajes han basado su financiación en la obtención de recursos gratuitos, provenientes de proveedores y otros acreedores no comerciales.

Elementos componentes:

- c.1. proveedores
- c.2. otros acreedores comerciales
- c.3. otros acreedores no comerciales
- c.4. sin clasificar

Gráfico 6.9. Estructura de la financiación a corto plazo sin coste de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

### c.1. Proveedores:

Deudas con suministradores de mercancías y de los demás bienes definidos en el grupo 3 del PGC. Es la partida más importante en la práctica totalidad de la serie observada, con un peso que oscila entre el 12% y el 79% del activo circulante (Gráfico 6.9).

### c.2. Otros acreedores sin coste.

Distingue entre otros acreedores comerciales y no comerciales: los primeros recogen las deudas con la Hacienda Pública y la Seguridad Social, anticipos recibidos de clientes, otros acreedores comerciales y provisiones para operaciones de tráfico; mientras que los segundos recogen las deudas con los trabajadores (remuneraciones pendientes de pago), con los accionistas (dividendos pendientes de pago), fianzas y depósitos recibidos a corto plazo y otras deudas no comerciales sin coste financiero. Además añade una partida sin clasificar por las limitaciones del cuestionario abreviado. La partida más importante es la referida a otros acreedores no comerciales (Gráfico 6.9).

### c.3. Ajustes por periodificación.

Ajustes realizados por las empresas del sector en aplicación del *principio del devengo* preceptuado por el PGC. Tratan de imputar al resultado los ingresos en función de la corriente real de bienes y servicios, con independencia del momento en que se produzca la corriente monetaria o financiera derivada de ellos.

Oscilan entre el 1 y 6% de la financiación a corto plazo sin coste (Gráfico 6.9).

### 3. Provisión para riesgos y gastos.

Como se observa en el balance medio, esta partida tiene un peso muy reducido en todo el período, próximo al 0% hasta 1993 y al 1% desde ese año en adelante.

### 6.3. Estructura de explotación de las agencias de viajes.

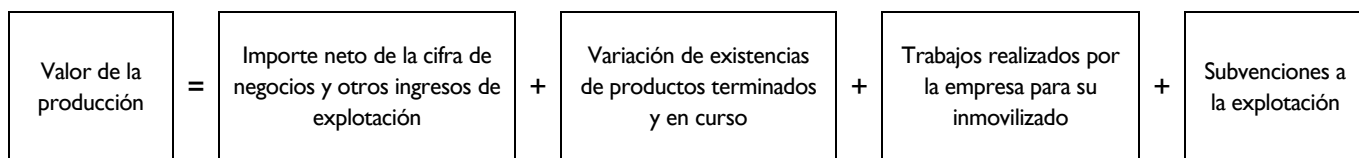
Parece claro que la cifra contable de beneficios es, en el mejor de los casos, una estimación aproximada del resultado real. Esto se debe a las siguientes razones<sup>48</sup>:

- La dificultad de cuantificar exactamente el valor inicial y final de los elementos patrimoniales.
- La aplicación del principio de prudencia impone un tratamiento desigual de ingresos y gastos.
- La utilización de la cifra de beneficios para evaluar la calidad de la gestión y el impuesto sobre beneficios, puede inducir a la gerencia a su manipulación para presentar una imagen favorable de la empresa o para reducir la fiscalidad.

Hasta la edición 1995, la Central de Balances publicaba la cuenta de pérdidas y ganancias analítica, instrumento propio de la contabilidad de gestión para la comprensión y control de los diferentes aspectos de la actividad productiva de la empresa. Desde ese año en adelante, basándose en la experiencia adquirida, decide introducir un cambio formal, integrando en la cascada de gastos e ingresos el concepto de “recursos generados”. Los principales conceptos que componen la cuenta de resultados actual se desarrollan a continuación.

#### 6.3.1. Valor de la producción.

El valor de la producción es el primer indicador de la actividad productiva de la empresa, esto es, de la creación de bienes y prestación de servicios. Incluye tanto la producción vendida, valorada a precio de venta, como la mantenida dentro de la empresa (ya sean existencias o inmovilizado en construcción por la propia empresa) valorada a coste de producción, así como las subvenciones a la explotación recibidas.



<sup>48</sup> Jiménez, Sergio M., García-Ayuso, Manuel y Sierra, Guillermo J., *Análisis financiero*, Pirámide, Madrid, 2000, p. 199.

Para el sector de agencias de viajes el valor de la producción coincide prácticamente con el primer concepto “importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación”, con excepción de los años 1987 y 1988, en los que las subvenciones recibidas ascienden al 3% del total. Se trata de subvenciones destinadas a cubrir las pérdidas del sector en el año 1987 (Tabla A4.2).

Ello indica la poca significación que tienen para el sector las partidas que reflejan la variación de existencias de productos terminados y en curso, los trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado y, con excepción de algunos años, las subvenciones a la explotación. Los datos reflejan que el sector recibió subvenciones dirigidas a compensar su precaria situación de explotación, pero que sólo dos años estas ayudas resultaron importantes. En 1987 esa ayuda no impidió que el resultado del ejercicio fuese negativo y en 1988 permitió unos beneficios del 1,3% del total de la producción. Las dos encuestas del INE, de 1993 y 1997, permiten observar que las agencias de viajes mayoristas fueron las menos beneficiadas de estas ayudas, con un 6% del total, frente a los restantes segmentos de actividad, de los que destacan las agencias de viajes minoristas que recibieron el 65% en 1993 y el 78% en 1997.<sup>49</sup>

Los ingresos de las agencias de viajes proceden fundamentalmente de los servicios prestados al cliente final o a otras agencias de viajes, que pueden clasificarse por orden de importancia y segmento de actividad en<sup>50</sup>:

- Ingresos por venta de paquetes turísticos: según los datos del INE, en 1993 esta partida representó el 99,9% de los ingresos totales de las empresas mayoristas y el 48% de los de las empresas mayoristas-minoristas.
- Comisiones recibidas de empresas mayoristas: es la mayor fuente de ingresos de las agencias minoristas, cifrada en un 38% de sus ingresos totales y la segunda en importancia para las mayoristas-minoristas con un peso del 23%.
- Comisiones recibidas de empresas de transporte aéreo: representaron el 23% de los ingresos totales de las agencias minoristas y el 13% de los de las mayoristas-minoristas.
- Comisiones recibidas de empresas hoteleras y de restauración: constituye la tercera fuente de ingresos de las minoristas y la cuarta para las mayoristas-minoristas con un peso del 17% y 9%, respectivamente.

---

<sup>49</sup> Instituto Nacional de Estadística, *Encuesta Piloto de Agencias de Viajes 1993*, INE, Madrid, 1995, p. 55.

Instituto Nacional de Estadística, *Agencias de viajes 1997*, INE, Madrid, 2000, p. 22.

<sup>50</sup> Instituto Nacional de Estadística, *Encuesta Piloto de Agencias de Viajes 1993*, INE, Madrid, 1995, p. 43.



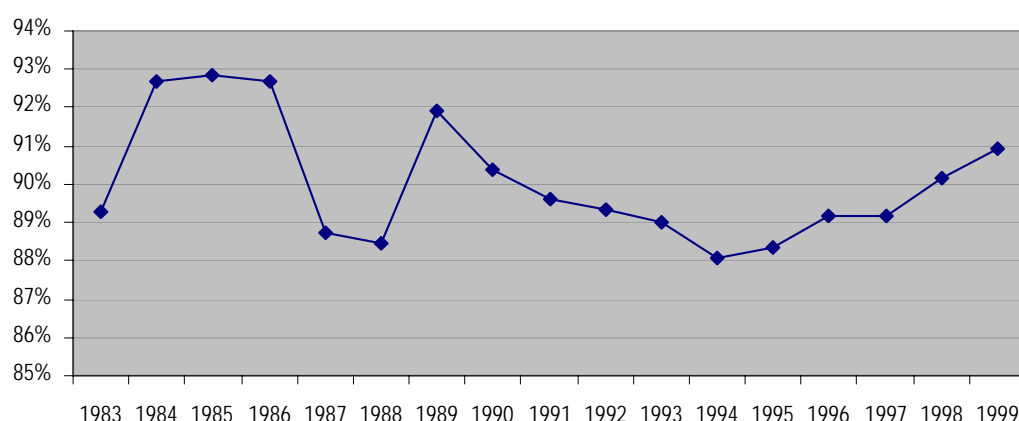
- Comisiones recibidas de otras empresas y otros servicios: incluye las comisiones recibidas de empresas de transporte por carretera, ferrocarril y navegación, entre otras, así como otros servicios; cada una de estas partidas tiene una importancia reducida en el total de ingresos de las agencias de viajes.

### 6.3.2. Consumos intermedios.

Los consumos intermedios registran los costes o gastos necesarios para la producción. Incluye el consumos de materiales (los adquiridos en el ejercicio más la disminución neta en el almacén de la empresa por su consumo) y otros gastos habituales de la explotación, incluidos los impuestos ligados a la producción (excepto los que gravan los productos, IVA, IGIC y especiales) y los provisionados en cada ejercicio (dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos).

Para el sector de agencias de viajes, en el período objeto de estudio, esta partida oscila entre el 88% y el 93% del valor de la producción lo que está en coherencia con la naturaleza de su actividad, fundamentalmente mediadora (Tabla A4.2). En efecto, la mayor parte de los ingresos de las agencias de viajes se destinan al pago a empresas de alojamiento, transporte y otras, que son las que en definitiva prestan los servicios y soportan los gastos derivados de ellos.

Gráfico 6.10. Consumos intermedios.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

Los consumos intermedios de más incidencia en la cuenta de resultados se registran en dos partidas, “compras netas” y “otros gastos de explotación”. La primera detrae más del 75% de la producción la mayor parte de los años, en tanto

que la segunda detrae prácticamente el porcentaje restante hasta alcanzar el 88%-93% que ocupan los consumos intermedios del sector (Tabla A4.2).

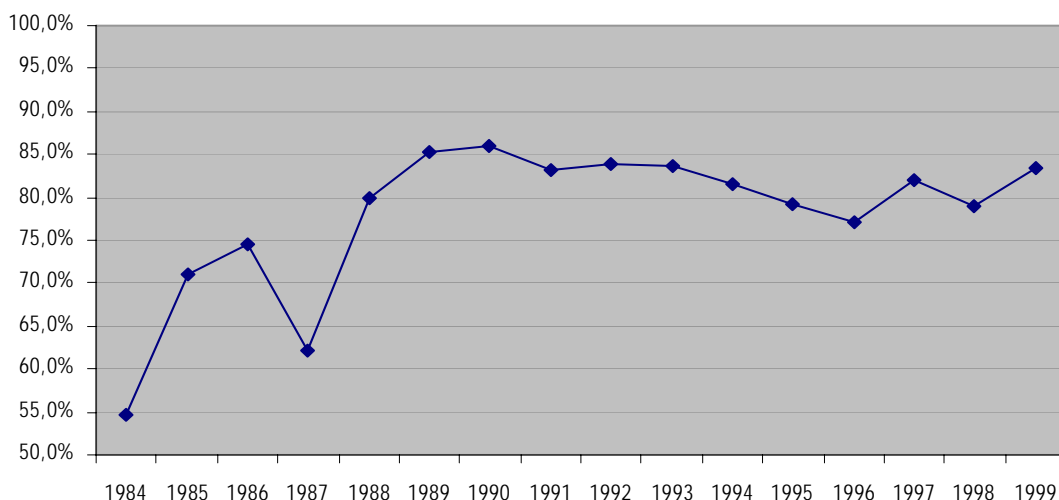
Las compras de bienes y servicios de las agencias de viaje, recogidas en compras netas, comprenden, fundamentalmente, las siguientes partidas<sup>51</sup>:

- Pagos a empresas hoteleras y de restauración: según los datos del INE, en 1993 esta partida representó el principal gasto de las empresas mayoristas y de las mayoristas-minoristas, por constituir, respectivamente, el 39% y 23%, de sus compras totales. Para las minoristas es la tercera fuente de gasto, con un peso del 19%.
- Pagos a empresas de transporte aéreo: es la segunda fuente de gasto para las agencias mayoristas y minoristas, con un peso del 21% y 20% respectivamente. Para las mayoristas-minoristas es la tercera en importancia, con un peso del 15,5%.
- Pagos por programas de paquetes turísticos: los pagos por organización de estos paquetes representaron el 21% de las compras de las agencias de viajes mayoristas-minoristas y el 20% de los de las mayoristas.
- Pagos a otras empresas: incluye pagos a las restantes empresas de transporte —carretera, ferrocarril y navegación— y otras, con un peso reducido respecto a los restantes pagos.
- Otras compras: comprende las restantes adquisiciones de bienes y servicios de las agencias de viajes, entre las que destacan las destinadas a reventa, partida principal en agencias de viajes minoristas (37%) y tercera en importancia para las mayoristas-minoristas (19%), que incluye las compras de paquetes turísticos destinados a la reventa.

---

<sup>51</sup> Instituto Nacional de Estadística, *Encuesta Piloto de Agencias de Viajes 1993*, INE, Madrid, 1995, p. 50. Cabe notar que el INE no publicó los datos sobre la distribución de los ingresos y gastos de las agencias de viajes de la encuesta de 1997, ni los más recientes de 2000 explotados para la elaboración de la nueva Cuenta Satélite de Turismo.

Gráfico 6.11. Compras netas.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

Como se observa en el Gráfico 6.11. el peso de las compras netas crece hasta 1990, año en que se inicia un ligero descenso, que puede reflejar la mejora en la capacidad negociadora de las agencias de viajes propiciada por la creación y consolidación de los grupos de gestión o la concentración del sector durante la década de los noventa.

Bajo la denominación de “otros gastos de explotación” se recogen los gastos en servicios exteriores que detalla el Plan General de Contabilidad:

- Gastos en Investigación y Desarrollo
- Arrendamientos y cánones
- Reparaciones y conservación
- Servicios de profesionales independientes
- Transportes
- Primas de seguros
- Servicios bancarios y similares
- Publicidad, propaganda y relaciones públicas
- Suministros
- Otros servicios

La importancia de cada una de las partidas podemos observarla en las encuesta del INE de 1997, cuyos datos se detallan a continuación. Los gastos en investigación y desarrollo son prácticamente inexistentes, las reparaciones y conservación, los transportes, las primas de seguros y los servicios bancarios y similares absorben el 2-3% de los gastos en servicios exteriores.

Tabla 6.1. Composición de los gastos en servicios exteriores.

|  | Total | Mayorista | May-Min | Minorista |
|--|-------|-----------|---------|-----------|
| GASTOS EN SERVICIOS EXTERIORES: Total  | 100%  | 100%      | 100%    | 100%      |
| Investigación y desarrollo             | 0,1%  | 0,1%      | 0,03%   | 0,2%      |
| Arrendamientos y cánones               | 14%   | 4%        | 18%     | 20%       |
| Reparaciones y conservación            | 3%    | 1%        | 3%      | 4%        |
| Servicios profesionales independientes | 24%   | 49%       | 14%     | 11%       |
| Transportes                            | 3%    | 2%        | 3%      | 4%        |
| Primas de seguros no sociales          | 2%    | 1%        | 1%      | 2%        |
| Servicios bancarios y similares        | 3%    | 1%        | 2%      | 6%        |
| Publicidad                             | 18%   | 22%       | 20%     | 11%       |
| Suministros                            | 8%    | 4%        | 10%     | 11%       |
| Otros servicios                        | 25%   | 16%       | 28%     | 30%       |

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

Para las agencias de viajes los gastos en servicios exteriores se destinan, principalmente, a:

- Arrendamientos y cánones: fundamentalmente al alquiler de locales así como al pago de los derechos de utilización de sistemas informáticos de reservas así como de uso de una marca comercial, producto o servicio en caso de franquicia.
- Servicios de profesionales independientes: incluye los honorarios satisfechos a profesionales por la prestación de servicios de naturaleza diversa, tales como abogados, economistas, asesores fiscales o contables, etc.
- Publicidad: la divulgación publicitaria constituye la primera función que se asigna a los intermediarios de viajes<sup>52</sup> mediante actuaciones como la

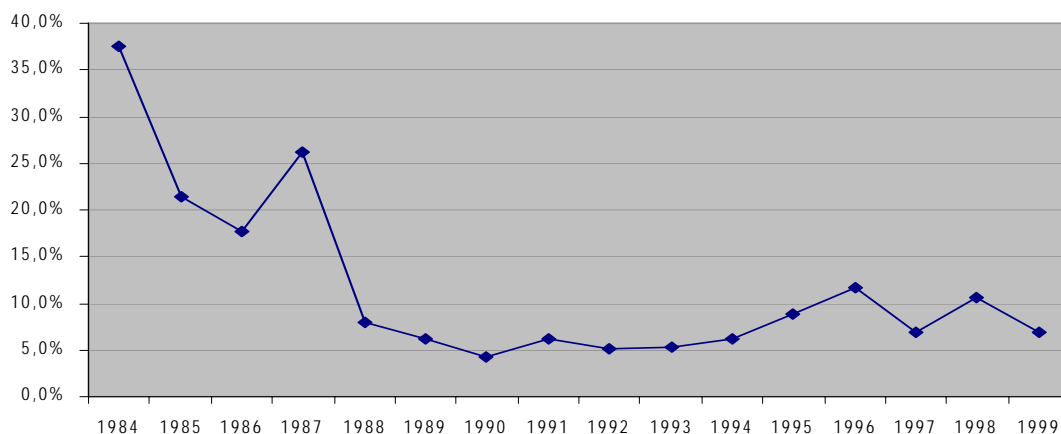
<sup>52</sup> Figuerola Palomo, Manuel, *Economía para la gestión de las empresas turísticas: producción y comercialización*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1995, p. 415.

concreción de datos de interés para el viajero o la elaboración de mensajes promocionales adaptados a las motivaciones y mentalidades de cada cliente. Esta partida tiene especial relevancia para las agencias de viajes organizadoras, con un peso que llega a duplicarse (22%) respecto al de las agencias de viajes esencialmente mediadoras (11%).

- **Suministros:** incluye los gastos en electricidad, gas y cualquier otro abastecimiento que no tenga la cualidad de almacenable. Esta partida resulta de mayor importancia para las agencias con un contacto directo al público, con un peso que duplica al de las mayoristas.
- **Otros servicios:** incluye, entre otros, los gastos de viaje del personal y los gastos de oficina no incluidos en otras cuentas. El peso de esta partida podría deberse a la contabilización del material de oficina no como existencias sino como gasto del ejercicio.

En este punto conviene destacar que las tendencias del sector hacia la concentración o asociación del mismo, permiten la mejora de la posición negociadora de las agencias de viajes frente a los distintos proveedores. Los gastos anteriormente reseñados podrían reducirse por las oportunas economías de escala.

Gráfico 6.12. Otros gastos de explotación.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

### 6.3.3. Valor añadido bruto al coste de los factores.

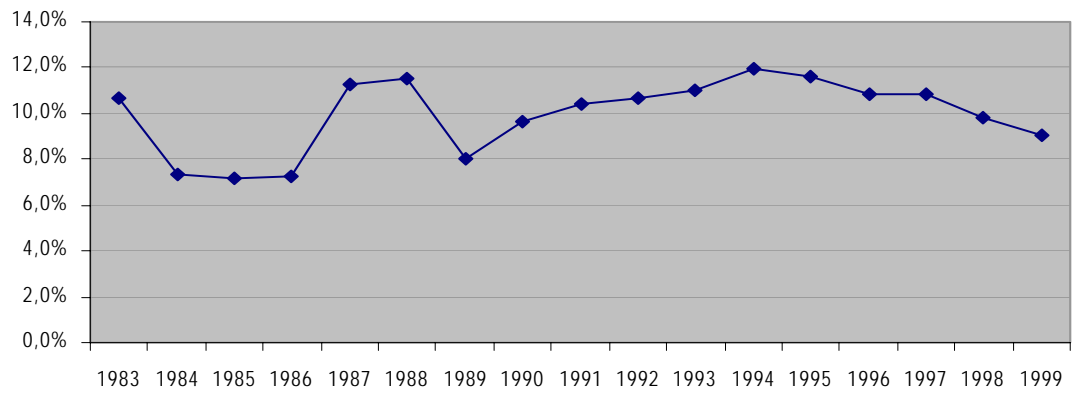
El valor añadido bruto al coste de los factores muestra la contribución de las empresas a la actividad económica general. Se trata de un concepto fundamental en el análisis económico-financiero. Primero, porque es la medición del primer excedente empresarial, a partir del cual se retribuyen a los diferentes factores productivos (personal, prestamistas, Hacienda Pública, accionistas y la propia empresa) y además, porque la adición de los valores añadidos de un grupo de empresas no genera duplicaciones, lo que sí ocurre en el caso de la cifra de producción. Por ello, es más indicado que la cifra de negocios o que el valor de la producción para realizar un análisis agregado sobre la actividad y productividad de las empresas. Este concepto, que procede de la Contabilidad Nacional, se estima en la contabilidad de empresa de una forma aproximada.

$$\boxed{\text{Valor añadido bruto al coste de los factores}} = \boxed{\text{Valor de la producción}} - \boxed{\text{Consumos intermedios}}$$

En la serie 1983-1999 el peso del valor añadido bruto al coste de los factores se encuentra en torno al 10% del valor de la producción tomando valores inferiores (7-8%) en algunos años de la década de los ochenta (Tabla A4.2). Las agencias de viajes incrementaron su contribución a la actividad económica general en la década de los noventa. Esta circunstancia también fue puesta de manifiesto en el estudio de Nexo, que comparó los datos con los relativos a 1987, indicando que las minoristas contribuyeron en mayor medida que las mayoristas-minoristas a dicho incremento<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> AEDAVE-Nexopublic Consulting, op. cit., p. 70.

Gráfico 6.13. Valor añadido bruto al coste de los factores.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

#### 6.3.4. Resultado económico bruto de explotación.

Este saldo informa del beneficio o pérdida que ha obtenido la empresa, derivado exclusivamente de las operaciones propias de su ciclo de explotación, y sin tener en cuenta las repercusiones de su modo de financiarse (carga financiera), el inmovilizado “consumido” en el ejercicio (amortizaciones) y otras pérdidas potenciales (provisiones), ni otros gastos o ingresos derivados de su gestión de cobros y pagos, o de carácter extraordinario.

$$\boxed{\text{Resultado económico bruto de explotación}} = \boxed{\text{Valor añadido bruto al coste de los factores}} - \boxed{\text{Gastos de personal}}$$

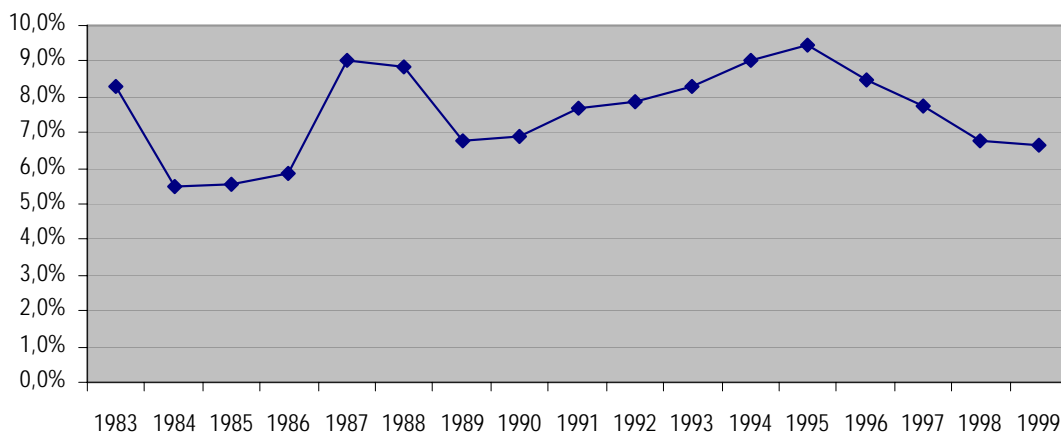
Para su cálculo la Central de Balances detrae del valor añadido bruto al coste de los factores la partida de gastos de personal, una de las más importantes en las agencias de viajes, por el carácter intensivo en el empleo de esta actividad, si bien este peso difiere por segmentos de actividad. Según los datos del INE, en 1997 las mayoristas soportaron tan sólo el 16% de los gastos del sector, las mayoristas-minoristas un 47% y las minoristas un 37%. Los datos de la encuesta de 1993 revelan una participación similar de las mayoristas (17%), pero sitúan en primer lugar a las minoristas (54%) y en segundo a las mayoristas-minoristas (29%)<sup>54</sup>.

Los gastos de personal absorben la mayor parte del valor añadido generado por las agencias de viajes, con un peso que oscila entre el 6% y 9% del valor de la producción y que conduce a un resultado económico bruto de la explotación del 3% del valor de la producción en la práctica totalidad de la década de los noventa, tomando valores entre el 1% y 2% en los ochenta (Tabla A4.2).

<sup>54</sup> Instituto Nacional de Estadística, *Encuesta Piloto de Agencias de Viajes 1993*, INE, Madrid, 1995, p. 48.  
Instituto Nacional de Estadística, *Agencias de viajes 1997*, INE, Madrid, 2000, p. 23.



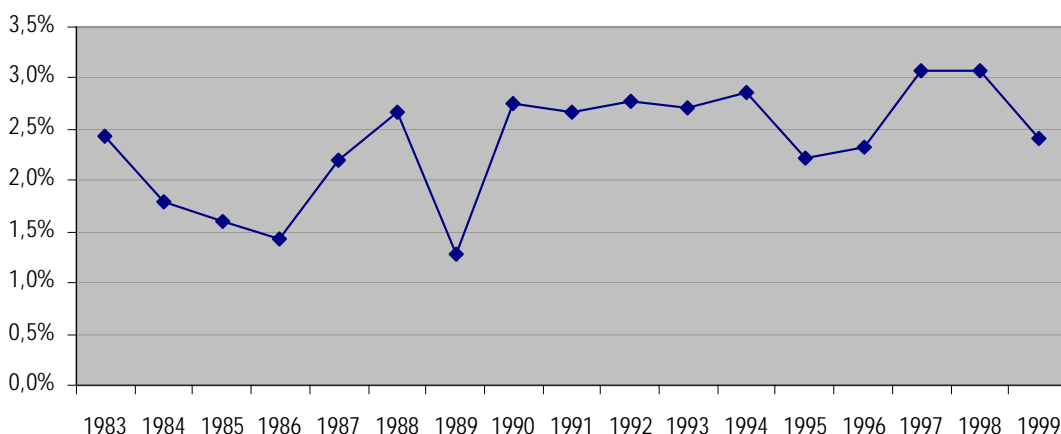
Gráfico 6.14. Gastos de personal.



Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.

La cuenta de resultados del sector refleja una mejora en resultados derivados de las operaciones de su ciclo de explotación, si bien se observan importantes descensos a finales de los ochenta y en 1995-1996.

Gráfico 6.15. Resultado económico bruto de la explotación.



Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.

### 6.3.5. Recursos generados.

Los Recursos generados ofrecen una visión más ajustada de la capacidad de la empresa para generar incrementos de patrimonio empresarial, al margen de las operaciones que no son objeto social de la empresa o que por su carga de subjetividad pueden alterara su imagen fiel. Recoge el resultado derivado del conjunto de ingresos y gastos reales, esto es, que generan deudas o pagos, cobros o débitos a favor de la empresa y no se deben a meras imputaciones contables.

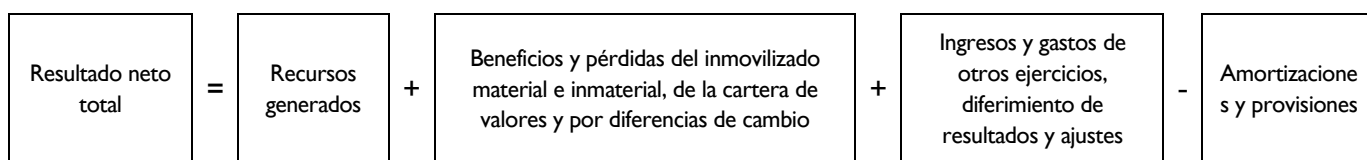
$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Recursos} \\ \text{generados} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Resultado} \\ \text{económico bruto de} \\ \text{explotación} \\ \hline \end{array} - \begin{array}{|c|} \hline \text{Carga financiera} \\ \text{neta} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Otros ingresos incluidos} \\ \text{en recursos generados}^* \\ \hline \end{array} - \begin{array}{|c|} \hline \text{Impuesto sobre beneficios} \\ \hline \end{array}$$

\* Adición de provisiones, ingresos y gastos extraordinarios que deben incluirse como recursos generados.

Este resultado muestra una evolución similar a la observada para el resultado económico bruto de la explotación. Lo que no extraña si tenemos en cuenta la reducida incidencia que sobre el resultado ejercen la carga financiera —en un sector que acude fundamentalmente a la financiación gratuita—, los ingresos extraordinarios y el impuesto sobre beneficios.

### 6.3.6. Resultado neto total.

Si a los recursos generados se les suman los gastos e ingresos “no efectivos”, aquellos que se deben a imputaciones contables o a plusvalías/minusvalías derivadas de la venta de activos distintos de las existencias, se obtiene el resultado neto total. Es el indicador de síntesis más comúnmente utilizado por los empresarios para conocer la situación de sus negocios. Sin embargo en el análisis de agregados de empresas debe ser estudiado con cautela y las conclusiones que se obtengan de él suficientemente matizadas.

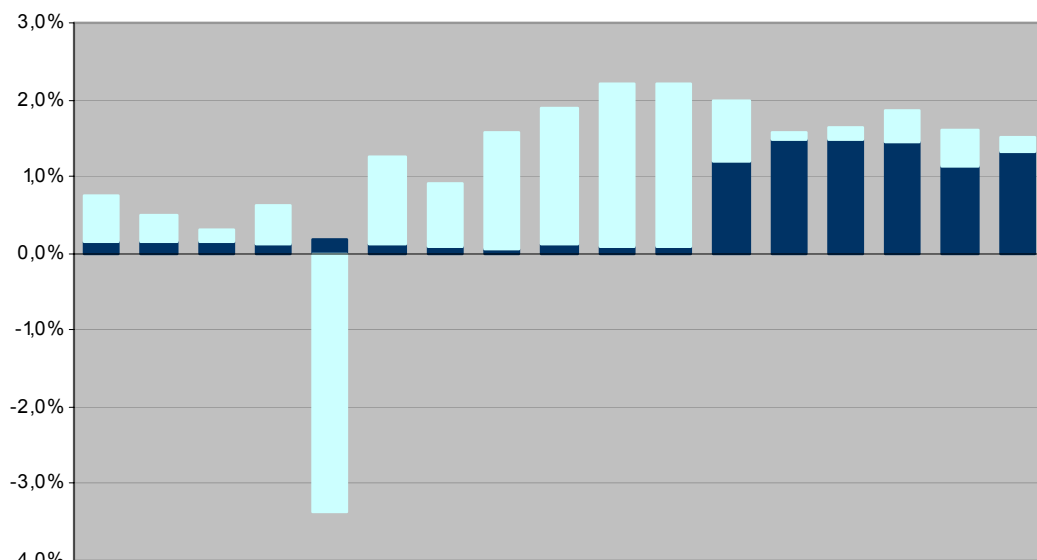


Para el sector el resultado neto total asciende al 1% del valor de la producción en desde 1983 hasta 1989, excepto en los años 1985 (0%) y 1987 (-3%) y se eleva desde 1990 en adelante al 2%. Para las agencias de viajes este resultado se ve influido casi exclusivamente por las amortizaciones y provisiones de explotación. En 1987 esta partida asciende, en términos de producción, al 5%, provocando un resultado neto total negativo (Tabla A4.2).

Este resultado, una vez obtenido, es repartido a los propietarios o retenido en la empresa constituyendo autofinanciación. La serie de datos refleja que el sector hasta 1993 repartió el 0,1% de la producción en forma de dividendos, reteniendo la mayor parte del resultado obtenido. Desde 1994 el sector parece modificar su política, repartiendo la mayor parte del resultado obtenido. Las partidas que lo reflejan son las siguientes:

- Propuesta de distribución de dividendos
- Beneficios no distribuidos

Gráfico 6.16. Distribución del resultado neto total.



|                            | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987  | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|----------------------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Beneficios no distribuidos | 0,6% | 0,4% | 0,2% | 0,5% | -3,4% | 1,2% | 0,8% | 1,5% | 1,8% | 2,1% | 2,1% | 0,8% | 0,1% | 0,2% | 0,4% | 0,5% | 0,2% |
| Distribución de dividendos | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,2%  | 0,1% | 0,1% | 0,05 | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 1,2% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,1% | 1,3% |

Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

## 6.4. Análisis económico-financiero.

### 6.4.1. Análisis financiero.

El análisis financiero tiene como objetivo comprobar la capacidad de la empresa para satisfacer las deudas a su vencimiento, y en consecuencia determinar su posición relativa con respecto a la situación de equilibrio. Entendemos por equilibrio aquella situación u objetivo básico de la gestión financiera de la empresa que se alcanza cuando la empresa es capaz de afrontar las deudas a sus vencimientos con los recursos que ella misma genera a través de su actividad, sin necesidad de recurrir a financiación ajena adicional. Esta situación se producirá cuando exista equilibrio entre los ciclos de conversión de activo y pasivo en disponible y exigible inmediato respectivamente.<sup>55</sup>

La situación financiera del sector de agencias de viajes está íntimamente ligada a tres aspectos esenciales<sup>56</sup>:

- la composición de su estructura financiera,
- la capacidad de generar liquidez suficiente para mantener su solvencia,
- la correcta adecuación del binomio inversión (activo)-financiación (pasivo).

Estos aspectos son estudiados a continuación utilizando como herramienta el análisis por ratios de los diversos componentes del balance. Se trata de realizar un diagnóstico de la posición financiera del sector a partir de los resultados obtenidos del cálculo de un conjunto de relaciones por cociente o ratios significativos.

Los ratios constituyen instrumentos para detectar la evolución del un sector, señales que permiten interpretar la situación de una empresa o grupo de ellas siempre que se disponga de información sobre la realidad que se pretenda analizar. Además constituyen referentes importantes para cualquier empresa perteneciente al sector, en la medida en que los valores medios pueden compararse con los datos de empresas individuales para analizar su situación y poder diagnosticar sus problemas. Con esta finalidad, Amat y Fiestas<sup>57</sup>, elaboraron una relación de ratios

---

<sup>55</sup> González Pascual, Julián, “La amortización y el equilibrio financiero”, *Actualidad Financiera*, 26, 28 junio-4 julio, 1993, pp. 257-274.

<sup>56</sup> Banegas, R., Sánchez-Mayoral, F. y Nevado, D., *Análisis por ratios de los estados contables financieros (Análisis externo)*, Civitas, Madrid, 1998, p. 171.

<sup>57</sup> Amat, Oriol y Fiestas, Ignacio, *Ratios de las empresas más rentables*, Gestión 2000, Barcelona, 1999. Posteriormente se elaboró otra relación de ratios sectoriales para los años 1996-1998 en los que ya no encontramos datos sobre el sector de agencias de viajes. SABE es una base de datos financiera de las principales empresas españolas, con una facturación, en general, superior a 100 millones de pesetas o más de 10 empleados

de las empresas más rentables por sectores de actividad a partir de la información contenida en base de datos SABE (Sistema de Análisis de Balances Españoles) para los años 1996 y 1997 en los que incluían, entre otras, las actividades de las agencias de viajes minoristas y mayoristas de turismo. En su trabajo se distinguen entre valores medios e ideales de los ratios, siendo los primeros los obtenidos de las 300 primeras empresas que obtuvieron beneficios de cada actividad y los ideales los de las 60 agencias de viajes con mayor rentabilidad financiera.

En nuestro estudio, tratamos de elaborar una relación de ratios sectoriales significativa, referidos a la actividad 63.30 de la CNAE-93, que permitan tanto un contraste con empresas individuales como un análisis de la evolución de la actividad económico-financiera del sector.

#### Relación de Ratios del Análisis Financiero.

- a.** Ratios de posición financiera.
  - Ratio de garantía o solvencia.
  - Ratios de liquidez.
    - Ratio de liquidez general.
    - Ratio de liquidez inmediata (acid test).
    - Ratio de tesorería.
- b.** Ratios de endeudamiento.
- c.** Ratios de eficiencia operativa o ratios cinéticos.
  - Período medio de cobro.
  - Período medio de pago.

---

y que han depositado sus cuentas anuales en el Registro Mercantil. Para cada empresa aporta, entre otros, los siguientes datos: razón social, código NIF, descripción de actividad, forma jurídica, número de empleados, ratios y años comparativos de cuentas de balance y resultados.

#### a. Ratios de posición financiera.

Ratio de garantía o solvencia: Trata de analizar la capacidad del sector de hacer frente a sus compromisos financieros a largo plazo. Se denomina también de “distancia a la quiebra” y su límite inferior es la unidad, si es más bajo expresará que se ha consumido el capital propio<sup>58</sup>. La expresión del ratio es la siguiente:

Ratio de solvencia = Activo real / Pasivo exigible

Los cálculos realizados sobre los datos del balance medio del sector muestran una evolución del ratio que oscila entre los valores 1,2 y 1,6 valores considerados medios para el conjunto de las agencias de viajes<sup>59</sup> (Gráfico 6.17). Por lo tanto el sector ha contado, durante el período de análisis, con garantías suficientes frente a terceros, en la medida que el activo real superó al pasivo exigible total. En este sector las garantías estuvieron materializadas fundamentalmente en activos a corto plazo, sobre todo clientes, otros deudores y disponibilidades, ya que el inmovilizado constituye una fracción de menor peso en el activo total.

Ratios de liquidez: estudian la solvencia a corto plazo del sector, esto es, la capacidad para hacer frente a los compromisos que vencen a corto plazo. Considerando que el activo circulante es un indicador de los recursos financieros con los que cuenta el sector para atender a los compromisos financieros a corto plazo, el estudio del circulante se convierte en el centro de gravedad de la evaluación de la liquidez.

Para el análisis de la liquidez tomamos los siguientes ratios:

- Ratio de liquidez general: mide la capacidad de la empresa para hacer frente a las deudas con vencimiento inferior a un año con la totalidad de sus recursos a corto plazo. Se expresa del modo siguiente:

Ratio de liquidez = Activo circulante / Pasivo circulante

---

<sup>58</sup> Rivero, Pedro, op. cit., p. 192.

<sup>59</sup> Aranda Hipólito, Ángel-W., *Dirección financiera en las empresas del sector turístico: inversión y financiación*, Centro de estudios Ramón Areces, Madrid, 1998, p.482-490. Esta obra establece un valor estándar medio del ratio de solvencia para las agencias de viajes mayoristas entre 1,4 a 1,5, superior al de las minoristas (1,2 a 1,3), aunque indica expresamente que estos datos hay que tomarlos con infinitas cautelas porque “la base de datos utilizada para su obtención es escasa y puede resultar poco significativa”. Con la misma salvedad establece valores para los ratios de liquidez –entre 1,1 y 1,2 para mayoristas y algo inferiores para minoristas- y de tesorería –con un valor del 0,4 para mayoristas y hasta el 0,45 para minoristas-.

Su valor es superior a la unidad en el período analizado, con valores entre 1,1 y 1,4. Como señala Álvarez<sup>60</sup> cuando se va acercando a uno, lo que sucede en 1998 y 1999, el peligro de asfixia financiera se cierne sobre el sector. El sector mantuvo los menores niveles de liquidez en los años 1983-1985, 1988-1989 y 1998-1999 (Gráfico 6.17).

A la hora de interpretar este ratio conviene recordar, como señalan Navarro y Fernández<sup>61</sup>, que ni el activo ni el pasivo están formados por partidas homogéneas en cuanto al momento de realización o exigibilidad, respectivamente. El activo circulante puede ser disponible o realizable según sea inmediata o no su conversión en liquidez y las obligaciones contenidas en el pasivo circulante pueden vencer a un plazo más o menos corto. Al no tener en cuenta las fechas de vencimiento de los derechos de cobro y las obligaciones de pago, este ratio sólo informa de la relación cuantitativa existente entre los elementos comparados y no de su relación cualitativa. Por ello es necesario complementar este valor con el cálculo de otros ratios que aporten información sobre la relación cualitativa entre las partidas, aunque, como indican Navarro y Fernández, si la solvencia técnica es buena, los desajustes momentáneos de tesorería puedan solventarse, sin comprometer la actividad de las agencias de viajes, mediante prórrogas de proveedores o créditos de caja.

- Ratio de liquidez inmediata (*acid test*): se diferencia del ratio anterior en que resta las existencias del activo circulante, para descontar el efecto de los almacenes sobre la liquidez. En un sector en el que las existencias mantienen un peso insignificante o nulo en la estructura económica de la empresa, la elaboración de este ratio, muy aplicado en el análisis financiero, carece de utilidad, por no proporcionar información adicional respecto al ratio anterior, presentando valores casi idénticos o iguales en el periodo analizado.
- Ratio de tesorería: indica la proporción que representan las cuentas financieras, esto es, las disponibilidades —materializadas en caja y bancos— y los activos financieros a corto plazo, sobre el total del pasivo circulante y, en consecuencia, la capacidad que tiene la empresa para afrontar sus compromisos de pago a corto plazo con recursos líquidos. Para el sector este ratio osciló entre 0,2 y 0,4 (Gráfico 6.17), con niveles más altos en los años de liquidez general más baja. Hay que indicar que sólo el importe en caja y bancos constituye entre el 8% y 17% del activo total, como se refleja en la estructura del balance medio del sector.

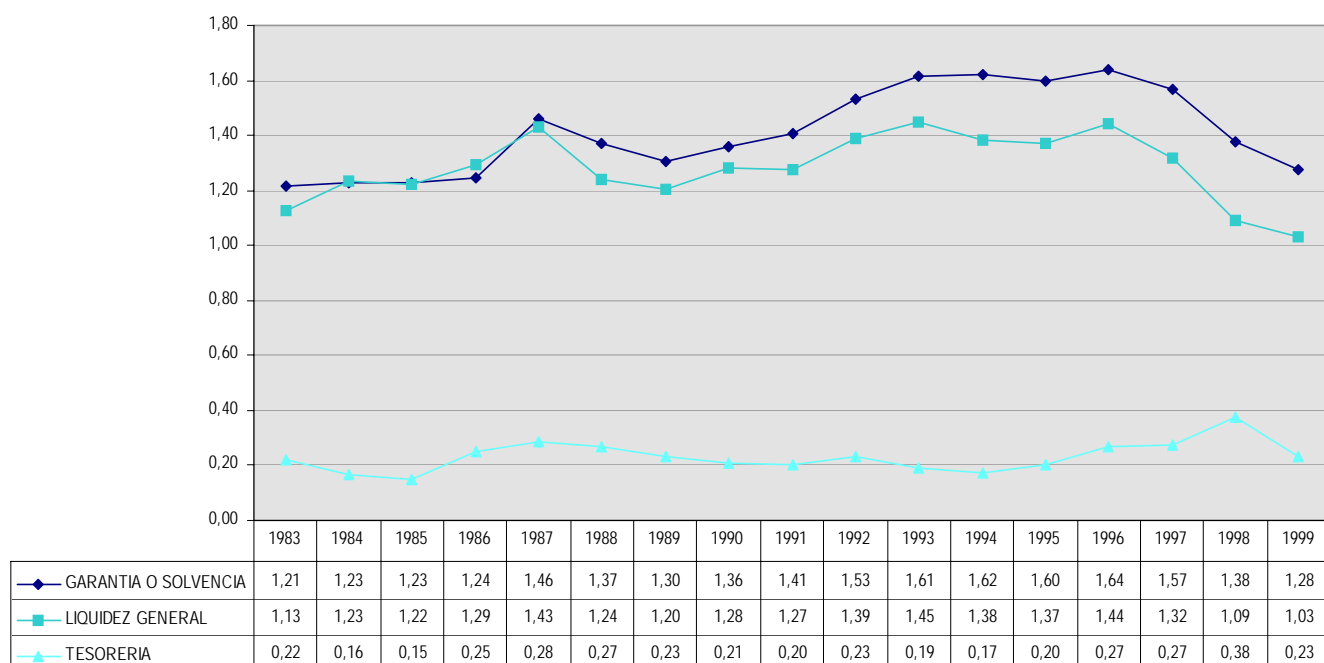
---

<sup>60</sup> Álvarez, José, op.cit., p. 318.

<sup>61</sup> Navarro, Ignacio y Fernández, José Antonio, *Cómo interpretar un balance*, Deusto, Bilbao, 1991, p. 119.



Gráfico 6.17. Ratios de posición financiera de las agencias de viajes.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

#### b. Ratios de endeudamiento:

Mediante la relación por cociente entre los recursos ajenos y los recursos totales del sector tenemos una estimación del nivel de endeudamiento de las agencias de viajes. Una observación de la estructura del balance (Tabla A4.4 del anexo) nos permite afirmar que las agencias de viajes fueron disminuyendo progresivamente el recurso a la financiación ajena hasta 1996, con incremento del peso de los fondos propios, si bien en los últimos años la tendencia parece invertirse, actuando, como se verá más adelante, favorablemente sobre la creación de valor del sector. La reducción se manifestó tanto en el endeudamiento a corto como a largo plazo.

En cuanto al límite de este ratio, es importante considerar dos perspectivas<sup>62</sup>:

- desde el punto de vista económico, la proporción entre ambas clases de financiación depende del tipo de rendimiento interno del capital invertido y del tipo de interés de los capitales tomados a préstamo;

<sup>62</sup> Rivero, Pedro, op. cit., p. 193.

- desde el punto de vista del equilibrio financiero, el grado de endeudamiento condiciona la estabilidad y capacidad de endeudamiento futuro del sector.

Las agencias de viajes presentaron unos niveles de endeudamiento que oscilaron entre el 61% y 82% del pasivo total (Gráfico 6.4). Los niveles de endeudamiento del sector resultan inferiores a los elaborados como ideales para los años 1996 y 1997 por Amat y Fiestas. De este endeudamiento, la partida de mayor peso es la financiación a corto plazo sin coste, principalmente proveedores y otros acreedores sin coste.

### c. Ratios de eficiencia operativa o ratios cinéticos.

Los ratios cinéticos ponen de manifiesto la eficiencia en la gestión de las cuentas a cobrar, las cuentas a pagar y los inventarios. Los periodos medio de cobro a clientes y de pago a proveedores se encuentran muy próximos, o incluso la diferencia es negativa, de modo que es preciso pagar a proveedores antes que recibir el montante de clientes. Esta situación resulta relevante si tenemos en cuenta que la financiación del crédito a clientes en el sector de agencias de viajes procede casi en exclusiva de proveedores. Como se detalla a continuación, el sector tuvo que buscar financiación adicional sobre todo en aquellos años en que la diferencia fue o muy reducida o negativa.

#### Periodo medio de cobro (PMC):

Para la obtención de este ratio sería conveniente homogeneizar los importes descontando el Impuesto sobre Valor Añadido (IVA) que esté incluido en la cifra de Clientes y no en la de Ventas. Sin embargo no encontramos que esta operación pueda realizarse con la corrección debida por los diferentes regímenes —especial y general— del IVA aplicables a la actividad de las agencias de viajes, que conllevan una contabilización distinta. En aquellas operaciones sujetas al régimen especial ambas cifras resultarían homogéneas, ya que el IVA se contabiliza como mayor importe de la venta, mientras que en las sujetas al régimen general, tal homogeneización sería necesaria, pues se contabilizan por separado las ventas y el importe del impuesto<sup>63</sup>. Para un cálculo adecuado sería necesario disponer de información adicional que permitiera un desglose de las ventas por régimen fiscal aplicable, y siempre que las agencias hayan seguido criterios adecuados de contabilización.

---

<sup>63</sup> Gutiérrez, M., Grande, J., Martín, P., Reneses, C., y Vacas, C., op. cit., p. 209-210. Puede consultarse también: Sancho, Ángel y Roca, Celestí, *Manual del I.V.A. en las Agencias de Viajes y otras empresas del sector turístico*, AVASA, Barcelona, 1994, capítulos 2 y 3.

En general, es positivo que el plazo de cobro a clientes sea reducido y que el plazo de pago a proveedores sea elevado, siempre que este último sea consecuencia de la capacidad de negociación de las empresas del sector y no de la falta de liquidez para atender los pagos a realizar. El PMC a clientes se ha calculado en base a la siguiente expresión:

$$PMC = \frac{\text{Clientes} + \text{Otros deudores de la explotación}}{\text{Im porte neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación}}$$

El plazo de cobro a clientes resulta inferior al período de pago a proveedores en la mayor parte de los años del período objeto de estudio.

Oscila entre 26 y 62 días, siendo los valores más negativos los registrados en 1987-1988 (Gráfico 6.18).

Periodo medio de pago (PMP):

$$PMP = \frac{\text{Proveedores}}{\text{Compras netas}}$$

En este ratio sería conveniente homogeneizar los importes descontando el Impuesto sobre Valor Añadido (IVA) de la cifra de Proveedores —puesto que la de Compras no lo incluye—, para hacerlas comparables. Sin embargo, cabe la salvedad realizada en el período medio de cobro: los diferentes regímenes fiscales aplicables a la actividad de las agencias de viajes, que conllevan una contabilización distinta, imposibilitan esta tarea. En las operaciones sujetas al régimen especial ambas cifras resultarían homogéneas, ya que el IVA se contabiliza como mayor importe de la compra, mientras que en las sujetas al régimen general, tal homogeneización sería necesaria, pues se contabilizan por separado las compras y el importe del impuesto<sup>64</sup>.

Oscila entre 35 y 46 días, siendo los valores más desfavorables los registrados a finales de los ochenta y en 1995-1997 (Gráfico 6.18).

El estrecho margen existente entre el período medio de cobro y el período medio de pago en la serie analizada pone de manifiesto las dificultades del sector en la gestión de las partidas de clientes y proveedores. La distancia entre ambos plazos es negativa, obligando a efectuar los pagos antes que los cobros, o muy reducida en la práctica totalidad de la serie analizada. Esta situación lleva al conjunto de agencias de viajes a una demanda casi constante de recursos adicionales a corto

<sup>64</sup> Gutiérrez, M., Grande, J., Martín, P., Reneses, C., y Vacas, C., op. cit., pp. 209-210.

plazo, materializada en la partida de “Otros acreedores sin coste”, además de a una sistemática y progresiva morosidad con proveedores.

Hay que indicar que esta situación, detectada a nivel sectorial a partir de los datos agregados de la Central de Balances, se observa asimismo a nivel individual para distintas agencias de viajes, en los datos que ofrecen DBK y SABE.

Según muestran los gráficos siguientes, el sector tuvo que financiarse en cuantía importante sobre todo en aquellos años en que el plazo de pago a sus proveedores era inferior al correspondiente de cobro a clientes.

Gráfico 6.18. Evolución de los períodos medios de cobro y pago.

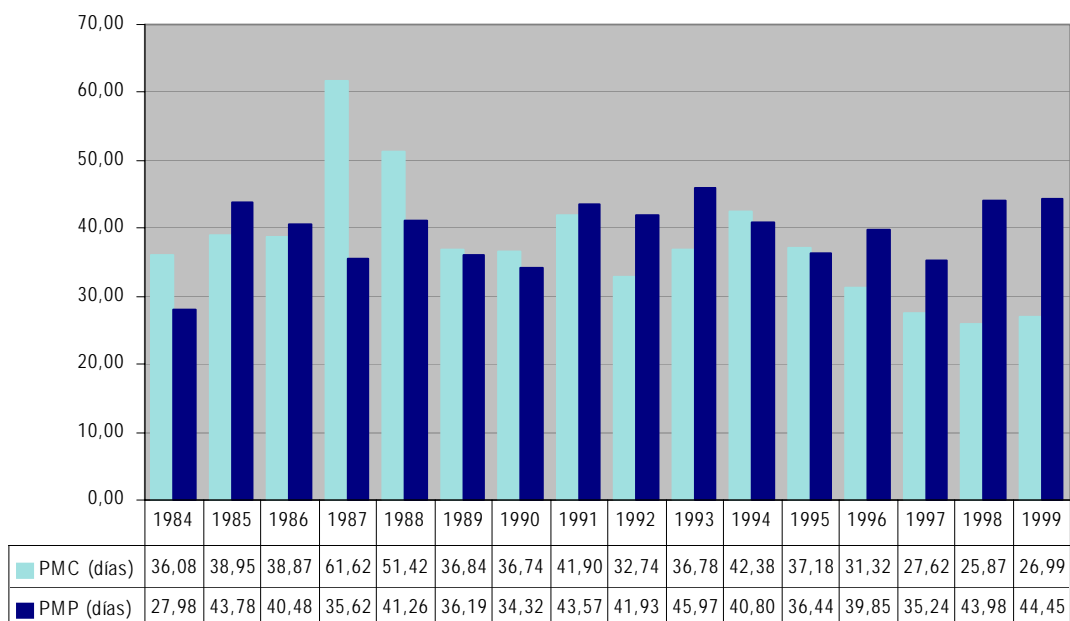
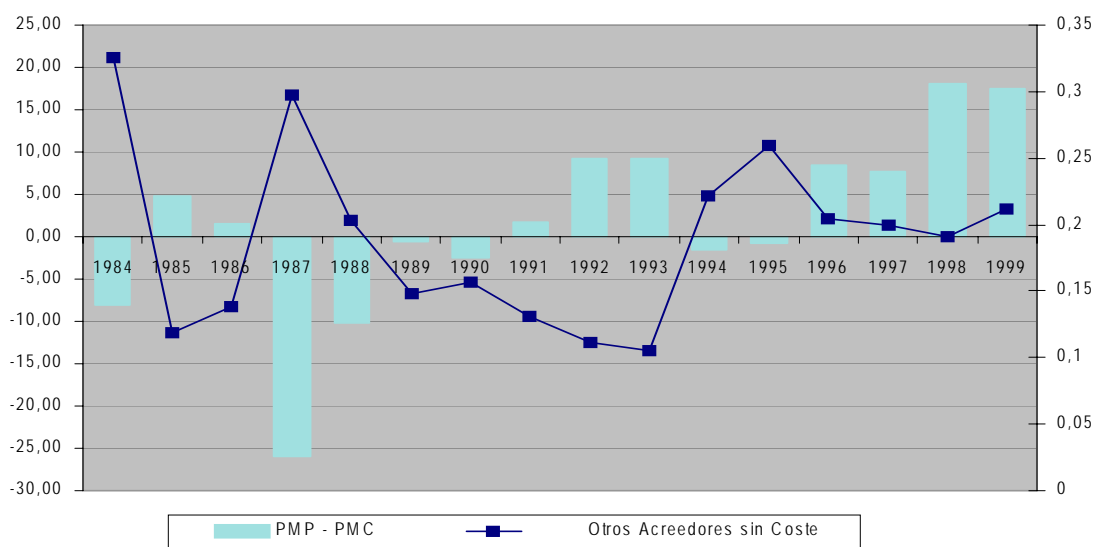


Gráfico 6.19. Endeudamiento a corto plazo sin coste y diferencial períodos medios de cobro y pago.



Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.

Este problema fue detectado por Nexopublic Consulting, en su estudio referido a 1992<sup>65</sup>, y se debe, como acertadamente indica Arthur Andersen<sup>66</sup>, al reducido poder negociador de las agencias de viajes individualmente consideradas frente a los clientes y los proveedores. El crecimiento de la importancia de las empresas y otros grandes clientes en el conjunto de las cuentas a cobrar por las agencias, que exigen ventajosas condiciones de pago frente a los clientes individuales que pagan al contado o con tarjeta, conduce al alargamiento de los períodos medios de cobro. Asimismo, el importante poder de negociación de las compañías de transporte de viajeros, las cadenas hoteleras y los grandes touroperadores impide una mejora en las condiciones financieras de las operaciones de compra de las agencias de viajes.

Tal vez por esta razón resulte esencial el asociacionismo así como el movimiento hacia la concentración experimentado por el sector en los últimos años, para una mejora de su posición negociadora. Se observa, en efecto, que el diferencial entre períodos medios de cobro y pago mejora a medida que el sector experimenta esta transformación, sobre todo desde mediados del noventa, años en los que se intensifican las asociaciones de agencias de viajes minoristas en los denominados “grupos de gestión” y la concentración de las empresas a través del doble proceso de integración vertical y horizontal.

---

<sup>65</sup> Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas-Nexopublic Consulting, op. cit., pp. 85-86.

<sup>66</sup> Federación Española de Asociaciones de Agencias de Viajes, Arthur Andersen op. cit., pp. 22-23.

## 6.4.2. Análisis Económico.

**Relación de Ratios en Análisis Económico.**

- a.** Ratios de Rentabilidad.
  - Rentabilidad sobre la inversión (*Return on Investment*, ROI).
  - Rentabilidad sobre recursos propios (*Return on Equity*, ROE).
- b.** Ratios de Eficiencia.
- c.** Financiación de clientes por proveedores.
- d.** Personal.

### a. Ratios de Rentabilidad:

#### Rentabilidad sobre la inversión (Return on Investment, ROI)

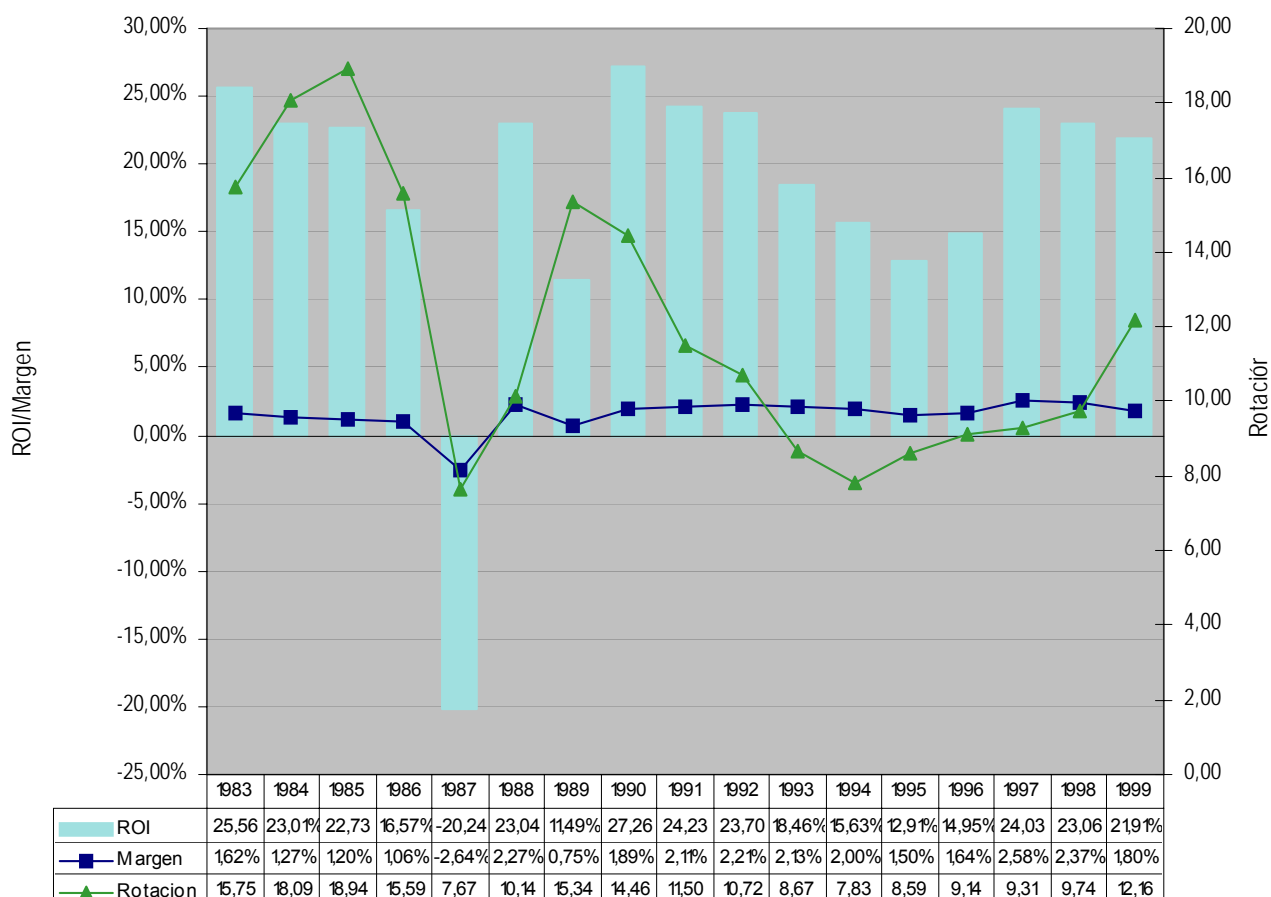
El ROI puede expresarse en función de la rentabilidad de las ventas o margen y de la eficiencia en la gestión del activo o rotación. En el sector de agencias de viajes la clave de la rentabilidad está en el factor rotación<sup>67</sup>, lo que se manifiesta sobre todo desde 1990, ya que el margen se mantiene estable en el 2% y las oscilaciones de la rentabilidad económica responden casi exclusivamente a la evolución de la rotación (Gráfico 6.20).

Las agencias de viajes parecen haber escogido esta estrategia ante la dificultad para mantener sus reducidos márgenes de explotación por la creciente competencia que ha desembocado en una ininterrumpida guerra de precios. Hay que indicar que la mejora en la rotación del sector se ha realizado incluso a expensas de una erosión en los márgenes de su actividad.

El gráfico a continuación expresa la correlación existente entre rentabilidad sobre la inversión y rotación del activo:

<sup>67</sup> Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas Arthur Andersen, op. cit., p. 83.

Gráfico 6.20. Evolución de la rentabilidad sobre la inversión (ROI), margen y rotación de las AAVV.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

### Rentabilidad sobre recursos propios (Return on Equity, ROE)

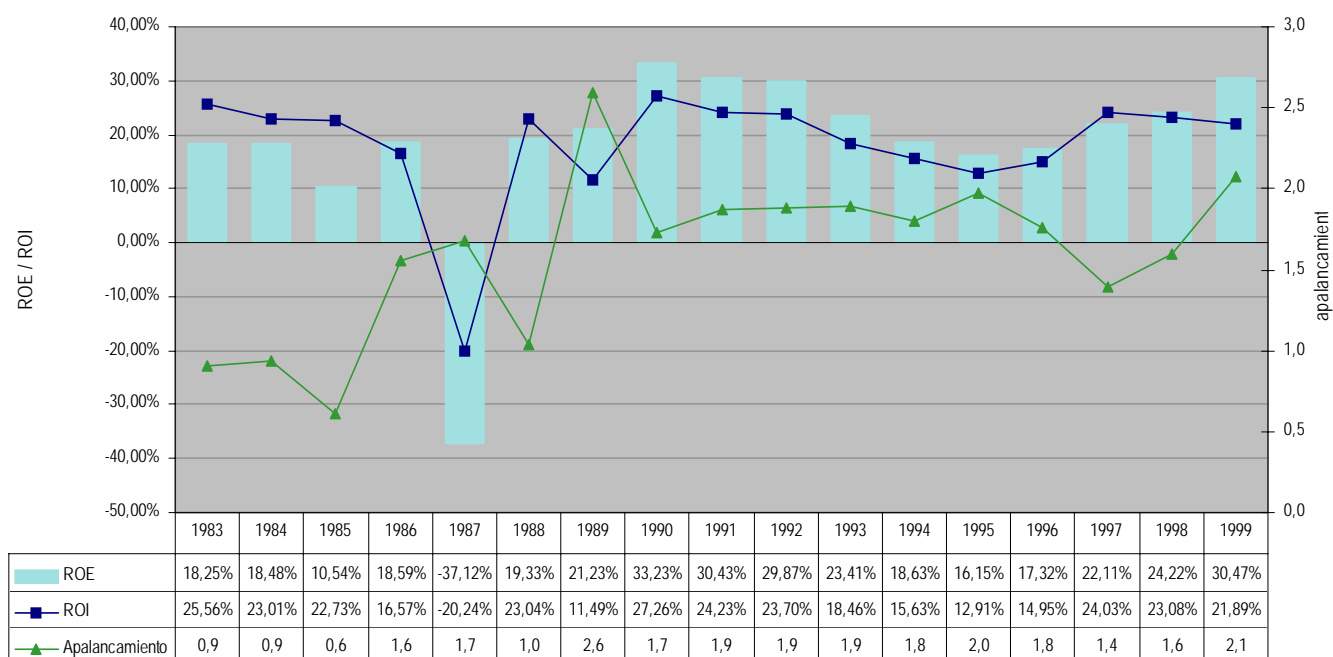
La rentabilidad sobre recursos propios es función del ROI, del efecto apalancamiento y del efecto impositivo. La serie analizada muestra que la evolución del ROE se debe fundamentalmente a los dos primeros; el efecto impositivo se mantiene estable, en un valor de 0,7 la mayor parte de los años.

En cuanto al efecto apalancamiento, la observación de la serie nos permite afirmar que tuvo un efecto positivo sobre la rentabilidad del sector, ya que la rentabilidad sobre recursos propios o ROE resultó superior que la rentabilidad sobre la inversión o ROI en la mayor parte del período analizado, concretamente en la década de los



90. En este sentido, el estudio de Nexo puso de manifiesto un efecto positivo del apalancamiento en la comparación realizada entre 1986 y 1992<sup>68</sup>.

Gráfico 6.21. Evolución de la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y sus componentes en las agencias de viajes.



Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.

#### b. Ratios de eficiencia:

También denominados de rotación del activo, se calculan por cociente de las ventas y los activos (fijos, circulantes o totales) necesarios para su obtención, de modo que aumentará la eficiencia cuando se obtengan más ingresos con los mismos recursos, o los mismos ingresos con menos recursos. En nuestro sector se produce un empeoramiento en la gestión del activo circulante desde 1983 a 1994, a partir de ese año la rotación mejora (Gráfico 6.20), como veremos más adelante en la contrastación empírica la rotación ha sido uno de los generadores de valor más importantes del sector.

<sup>68</sup> Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas-Nexopublic Consulting, op. cit., pp. 84.

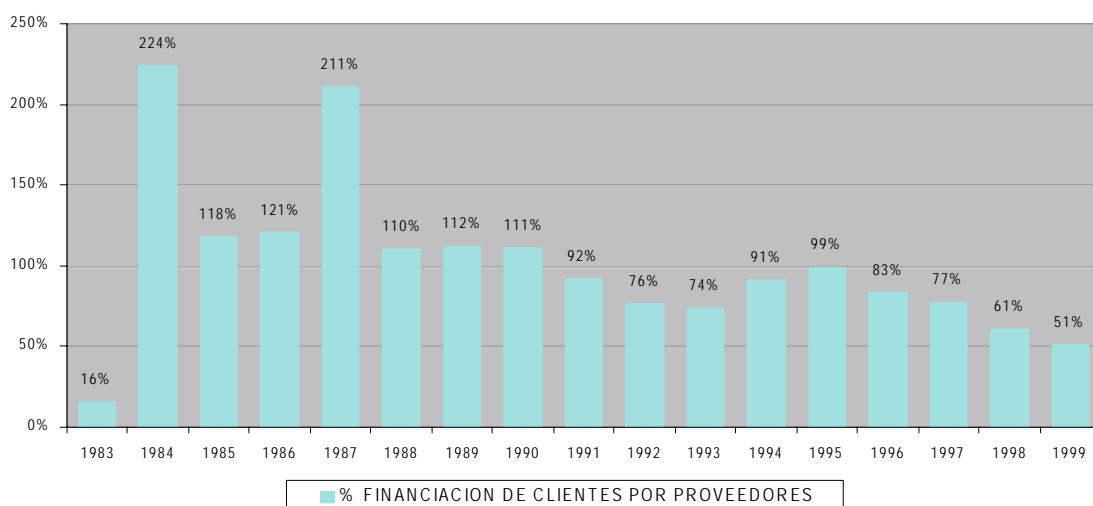
c. Financiación de clientes por proveedores:

$$\text{Financiación de la inversión de clientes por proveedores} = \frac{\text{Proveedores}}{\text{Clientes}}$$

Permite comprobar la parte de la inversión en clientes que está financiada por proveedores.

Observamos que el crédito gratuito de los proveedores permite al sector financiar la mayor parte del saldo de clientes incluso la totalidad, llegando algunos años a sobrepasar dicho saldo.

Gráfico 6.22. Financiación de clientes por proveedores.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

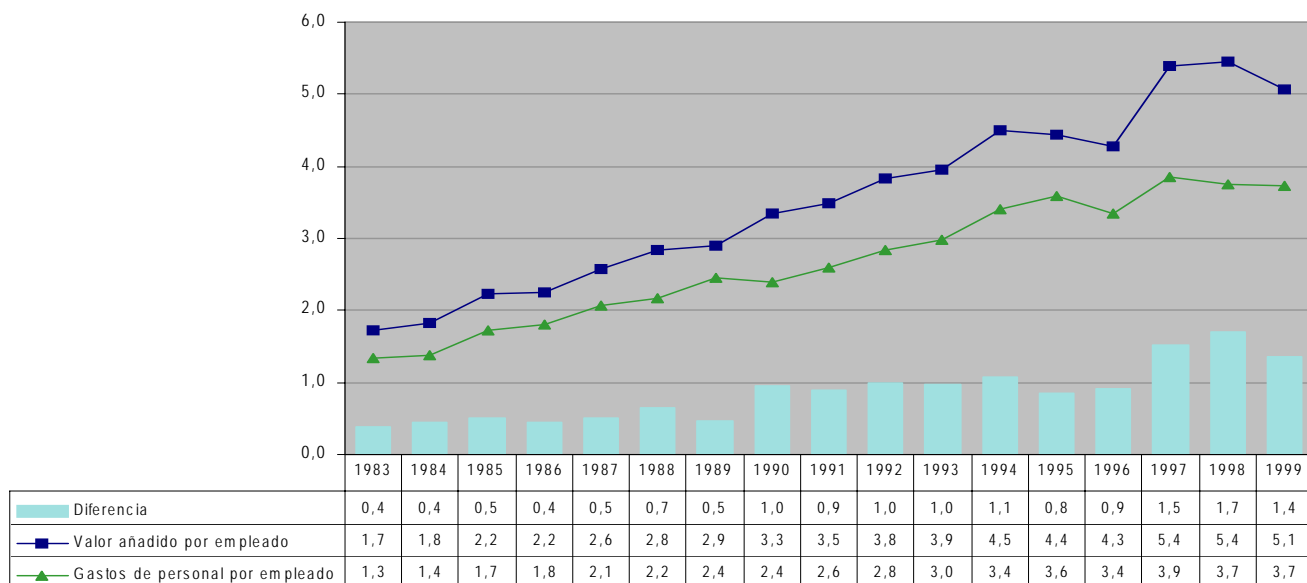
La financiación gratuita constituye, de este modo, una pieza fundamental en la financiación del sector de agencias de viajes.

d. Personal:

La partida de personal cobra especial importancia para las agencias de viajes, tanto por la creciente importancia del servicio personalizado y la función asesora, como por el importante peso que ocupa en su cuenta de resultados.

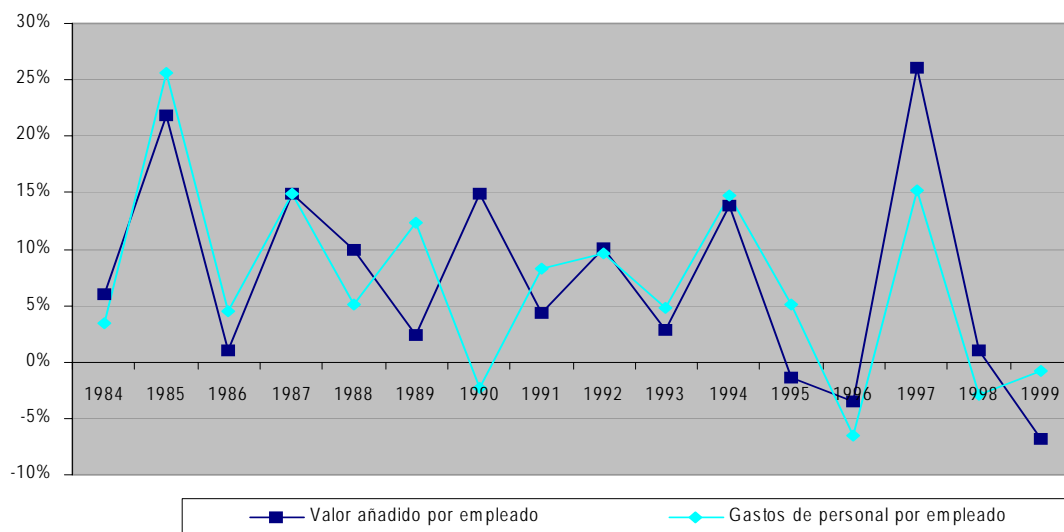
Observamos una evolución creciente en los ratios de valor añadido y gastos de personal por empleado a precios corrientes:

Gráfico 6.23. Diferencia entre el valor añadido y gastos de personal por empleado.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

Gráfico 6.24. Evolución valor añadido y gastos de personal por empleado.



Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

De los gráficos 6.23 y 6.24 obtenemos la evolución de la productividad en las agencias de viajes. En efecto, el margen entre el valor añadido por empleado y los gastos de personal por empleado se amplía desde 1996, lo que puede reflejar el efecto positivo de la tecnología sobre la productividad de estas empresas. Similares conclusiones se derivan del análisis de la evolución de las tasas de crecimiento de los gastos de personal y valor añadido por empleado; en 1991-1995 los gastos de personal crecen por encima de su productividad, pero desde ese año son los gastos los que crecen a una tasa menor. En el mencionado estudio de Nexo se cuantifica este incremento de la productividad en prácticamente el doble de la obtenida en 1986, proporción que resulta similar a la obtenida con los datos de la CBA<sup>69</sup>.

---

<sup>69</sup> Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas-Nexopublic Consulting, op. cit., p. 81.

## 6.5. Identificación de factores clave de creación de valor.

El análisis efectuado en la tesis doctoral nos ha permitido concluir que debemos contrastar el impacto sobre la creación de valor de los siguientes factores:

- Productividad: para analizar el efecto de la incorporación de nuevas tecnologías en la creación de valor del sector.
- Rotación y margen: teniendo en cuenta que el margen se mantiene en el 2% y es una de las variables más amenazadas para el sector, parece lógico que en la creación de valor sea la rotación un factor más importante pero habremos de evidenciarlo en la contrastación empírica.
- Inversiones en tecnología (sistemas de reservas, software, etc.), inmovilizado material (fuerte incremento de sucursales) y financiero (participaciones en empresas del sector, para su integración). Por su importancia relativa, tanto en términos contables como de especial vinculación con la actual transformación del sector, consideramos relevante la vinculación de estas partidas con la creación de valor del sector.
- Apalancamiento: por su importancia sobre el coste de capital o WACC, si bien, como veremos más adelante, el WACC tiene un menor poder explicativo sobre el EVA que el ROIC, por lo que cabe esperar que este factor no ocupe los primeros puestos en la jerarquía.
- Solvencia: los indicadores de solvencia muestran que el sector ha contado con garantías suficientes frente a terceros a largo y a corto plazo, si bien un análisis cualitativo permite detectar partidas no homogéneas en cuanto a su realización y exigibilidad. En efecto las agencias de viajes adolecen de reducidos o negativos diferenciales entre sus períodos medios de cobro y pago lo que les lleva a endeudarse y a una progresiva y sistemática morosidad con proveedores. Consideramos este diferencial significativo en la creación de valor de estas empresas, así como el coeficiente de liquidez.

Una vez realizadas la caracterización del sector y la consulta de las fuentes disponibles, con el fin de identificar los generadores de valor en las agencias de viajes procedemos en este capítulo al estudio de la información contable recopilada por la Central de Balances del Banco de España.

El análisis estructural ha permitido ponderar la importancia relativa de cada una de las partidas del balance, del estado de operaciones patrimoniales y de la cuenta de resultados, así como conocer su evolución temporal.

- El estudio del balance sugiere la importancia en la creación de valor del inmovilizado financiero, material e inmaterial y de los recursos ajenos.
- En cuanto a la cuenta de resultados, consumos intermedios y gastos de personal absorben alrededor del 98% del valor de la producción del sector, lo que se traduce en unos márgenes de explotación reducidos.

El análisis por ratios revela la potencial influencia en la creación de valor de los siguientes parámetros:

- La solvencia a corto plazo del sector, analizada a través del coeficiente de liquidez y los ratios de eficiencia operativa (períodos medios de cobro y pago del sector).
- El grado de endeudamiento del sector, que puede generar un apalancamiento positivo o negativo sobre la rentabilidad de los accionistas.
- El ROI o rentabilidad sobre la inversión, concretamente de los factores en los que se descompone ésta (rotación y margen).
- El ROE o rentabilidad sobre los recursos propios, que se descompone en rentabilidad sobre la inversión, apalancamiento y efecto impositivo, si bien, en principio, este último permanece estable.
- La productividad del personal, dado que las transformaciones acaecidas en el sector (tecnológicas y financieras) tendrán influencia en la misma.

## 7. Una Medición del Valor Creado por las Agencias de Viajes en España.

### 7.1. El EVA, un instrumento para el Análisis del Valor.

La elección del EVA como instrumento para el análisis obedece fundamentalmente, como se ha indicado en el Capítulo 5, a las razones siguientes:

1. Limitaciones en la información disponible: como se ha indicado en el Capítulo 3, dedicado a la elaboración de una relación significativa de fuentes de datos estadísticos sobre las agencias de viajes en España, la formulación del análisis de la creación de valor viene condicionada por las características de la base de datos explotada. En efecto, la Central de Balances Anual ofrece datos anuales agregados obtenidos de la colaboración voluntaria de las empresas no financieras, lo que conduce a que el número y la composición de las muestras de empresas analizadas no tengan por qué ser similares cada año.

En este sentido, la ventaja fundamental que el EVA y el beneficio económico ofrecen es la posibilidad de realizar un cálculo anual, de forma que constituyen una medida útil para juzgar la gestión durante un año, lo que no sucede con otros modelos — basados en el descuento de flujos— que requieren series temporales de datos pasados o futuros de una misma empresa o conjunto de ellas.<sup>1</sup> Si bien para algunos autores (Fernández, 2001) esta medida anual no es representativa de la creación de valor en un período pues no incorpora en su obtención las expectativas del sector<sup>2</sup>.

2. Ausencia de agencias de viajes cotizadas en el mercado de valores español: esta limitación añadida no sólo hace difícil el cálculo de cualquier indicador de creación de valor basado en datos de mercado —y la propia estimación de parte de los parámetros del EVA—, sino que impide la contrastación de la representatividad de los indicadores obtenidos ante la ausencia de un mercado que aporte un precio transparente.

Partiendo de estas consideraciones, optamos por realizar una estimación del EVA anual para el sector de las agencias de viajes en España, durante el período 1989-1999, con el objeto de disponer de un instrumento útil para evaluar la gestión y orientarnos en la identificación y ordenación de los factores impulsores de valor de estas empresas.

---

<sup>1</sup> Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., op. cit., p. 143.

<sup>2</sup> Fernández, Pablo, op. cit., pp. 283-302.

## 7.2. Elementos del EVA y su cuantificación.

### 7.2.1. El coste de capital.

Los accionistas y los acreedores de las agencias de viajes deben ser recompensados por el coste de oportunidad de invertir sus fondos en estas empresas en lugar de hacerlo en otras de riesgo similar. El coste de capital es un coste de oportunidad porque es la rentabilidad a la que renuncian por su decisión de inversión y, por tanto, el tipo de rendimiento interno mínimo que exigirán de las inversiones productivas realizadas por las agencias de viajes<sup>3</sup>.

El coste de capital o rendimiento mínimo aceptable de estas inversiones, se obtiene como media aritmética ponderada del coste de las diferentes fuentes financieras a las que han acudido las agencias de viajes:

- Coste de oportunidad de los fondos propios o coste de capital en acciones: es la rentabilidad mínima que desean obtener los accionistas al invertir en las agencias de viajes y que puede estimarse, aplicando el modelo CAPM, añadiendo una prima por el riesgo asumido a la tasa sin riesgo predominante ( $R_f$ ).
- Coste de oportunidad de la deuda: es el rendimiento exigido por los acreedores de las agencias de viajes, calculado como aquella “tasa de actualización o descuento que iguala el valor actual de los fondos recibidos por la empresa, netos de todo gasto, con el valor actual de las salidas de fondos previstas para atender al pago de intereses y a la devolución del principal”<sup>4</sup>.

#### 7.2.1.1. Coste de los Fondos Propios.

Para el cálculo del coste de los fondos propios aplicamos el modelo de dos parámetros CAPM<sup>5</sup> (*Capital Asset Pricing Model*), desarrollado inicialmente por el

---

<sup>3</sup> Suárez, Andrés S., op cit, p. 531.

<sup>4</sup> Ibidem, pp. 536–537.

<sup>5</sup> Una alternativa al CAPM es el modelo de valoración por arbitraje (APM o arbitrage pricing model) desarrollado originalmente por Stephen Ross para la determinación de precio de los activos financieros, según el cual el riesgo sistemático no se mide únicamente por el coeficiente “beta” de la rentabilidad de un activo individual con respecto a la rentabilidad de la cartera de mercado sino por una serie de coeficientes “beta” asociados a otros factores



premio Nobel William Sharpe según el cual la tasa de rendimiento requerida por un inversor es igual a la tasa de rendimiento sin riesgo más una prima que compense al inversor del riesgo que va a soportar. Nos referimos al riesgo sistemático, que indica cómo responde el rendimiento del título ante las variaciones sufridas en el rendimiento del mercado y viene medido a través del coeficiente de volatilidad (beta).

Este modelo se expresa de la siguiente forma:

$$K_e = R_f + (E_M - R_f) \beta_i$$

---

explicativos no especificados por el modelo, entre los que comúnmente suelen incluirse el nivel de actividad industrial, la tasa de interés real a corto plazo, la inflación a corto y a largo plazo y el riesgo de insolvencia. De esta forma, se añaden a la tasa de rendimiento sin riesgo tantas primas de riesgo como factores macroeconómicos de riesgo se pretendan considerar, en base al modelo:

$$K_e = R_f + \beta_1 \lambda_1 + \beta_2 \lambda_2 + \dots + \beta_n \lambda_n$$

Donde  $R_f$  es el rendimiento del activo sin riesgo, las  $\lambda_i$  las primas de riesgo asociadas con cada factor y cada  $\beta_i$  la sensibilidad de la rentabilidad del activo en relación al factor correspondiente.

Este modelo requiere que el inversor pueda:

a) identificar un número razonable de factores macroeconómicos; b) medir la prima de riesgo esperada en cada factor y c) medir la sensibilidad del rendimiento del activo en relación a cada factor. En la práctica estos requisitos lo convierten en un modelo menos operativo que el CAPM, porque “no nos dice cuáles son los factores subyacentes a diferencia del modelo de equilibrio de activos financieros, que agrupa todos los riesgo macroeconómicos en un único factor bien definido, la rentabilidad de la cartera de mercado” (Brealey, Richard y Myers, Stewart, *Fundamentos de Financiación Empresarial*, (5ª ed.), McGraw-Hill, Madrid, 1998, p. 134) y que, por otra parte, no siempre ha mostrado una mayor capacidad explicativa que su antecesor.

Sobre ambos modelos puede consultarse:

Sharpe, W., Alexander, G. y Bailey, J., *Investments*, (6ª ed.), Prentice-Hall, Englewood Cliffs (NJ), 1999, capítulos 9 y 11.

Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., op. cit., pp. 224-228.

Damodaran, Aswath, op. cit., capítulo 7, pp. 154-180.

Donde  $K_e$  indica el rendimiento esperado del título,  $E_M$  es el rendimiento esperado del índice de mercado,  $R_f$  es el rendimiento del activo sin riesgo a lo largo del período considerado, y  $\beta_i$  es el coeficiente de volatilidad del título analizado. Siendo la prima por riesgo de mercado la diferencia  $E_M - R_f$ , que indica el exceso de rendimiento  $K_e$  sobre el rendimiento de los activos libres de riesgo por unidad de riesgo sistemático  $\beta_i$ .

Para nuestro sector hemos procedido a la estimación de los distintos componentes del modelo:

## 1. Tasa de rendimiento libre de riesgo ( $R_f$ ).

Como señalan Martín y Trujillo<sup>6</sup> ningún activo está absolutamente libre de riesgo, sea este de crédito o de mercado, pero la lógica y práctica financieras han llevado a aceptar como “proxies” de los activos sin riesgo a los títulos de Deuda Pública emitidos por los Estados.

Para Damodaran<sup>7</sup> un activo se considera libre de riesgo si podemos conocer con certeza sus rendimientos esperados, esto es, si el rendimiento actual es siempre exactamente igual al rendimiento esperado. Para ello hay dos condiciones básicas que deben cumplirse:

- No puede haber riesgo de incumplimiento (default risk) o riesgo de que el inversor no reciba el principal y los intereses a su vencimiento: desde esta perspectiva, los únicos activos que tienen la posibilidad de estar libres de riesgo son los emitidos por los Estados en moneda local, y no porque los gobiernos sean mejores gestores que las empresas sino porque ellos controlan la emisión de moneda y pueden, en última instancia, responder de sus compromisos.
- No puede haber riesgo de reinversión (reinvestment risk) o riesgo de que los rendimientos del activo sean colocados en el mercado a tasas inferiores a las esperadas: sólo si se cumple esta condición el rendimiento esperado y el actual de la inversión serán iguales; los únicos activos que están libres del riesgo de reinversión son los emitidos cupón cero, es decir, aquellos que se colocan con un descuento sobre su valor nominal, y se amortizan por éste, siendo el rendimiento la diferencia entre ambos: al carecer de cupones a largo de su vida, no hay riesgo de reinversión a un tipo u otro. En la práctica, sin embargo, se suele considerar apropiado adaptar la “duración” del activo libre de riesgo a la duración de los flujos de caja analizados. Lo que lleva a elegir los tipos de los bonos del estado a largo plazo como tipos de interés libres de riesgo.

Damodaran<sup>8</sup>, Copeland, Koller y Murrin<sup>9</sup> se decantan por la deuda pública a diez años. Se recomienda utilizar como rendimiento del activo sin riesgo el de las obligaciones del Estado a diez años fundamentalmente por tres razones<sup>10</sup>:

---

<sup>6</sup> Martín, José Luis y Trujillo, Antonio, op. cit., p. 62.

<sup>7</sup> Damodaran, Aswath, op. cit., capítulo 7, pp. 154–180.

<sup>8</sup> Ibidem.

<sup>9</sup> Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., op.cit., pp. 215–216.

- La “duración”<sup>11</sup> de esta emisión es similar a la de los flujos de caja de la empresa a valorar.
- La “duración” de dicho activo sin riesgo es semejante a la del índice del mercado de valores utilizado para calcular el rendimiento del mercado y el coeficiente  $\beta$ .
- Suele ser menos volátil y tiene una mayor liquidez que las emisiones del Estado de mayor plazo.

El tipo de interés medio de la deuda pública a diez años, según los datos del Banco de España, presentó la siguiente evolución:

Tabla 7.1. Tipo de interés de las obligaciones del Estado a diez años.

| 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|

<sup>10</sup> Mascareñas, Juan, *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, McGraw–Hill/Interamericana de España, Madrid, 2000, pp. 276–277.

<sup>11</sup> Se entiende por *duración* el plazo medio ponderado de la vida del activo financiero, utilizando como ponderaciones el valor actual de los flujos de caja proporcionados por dicho activo en cada período. Se obtiene como media aritmética ponderada de los plazos en que el título genera cada flujo de caja, siendo la ponderación el valor actual de cada flujo dividido por el precio del título, esto es, la proporción del flujo de caja actualizado en relación con el valor del título. Este concepto fue acuñado por Frederick Macaulay, en 1938, sustituyendo al plazo hasta la amortización del activo financiero como indicador del riesgo de mercado, y permitiendo una medición más exacta de la vida de un bono, con el fin de explicar mejor el comportamiento de su precio. Sobre este concepto puede consultarse entre otros:

Macaulay, Frederick, *Some theoretical problems suggested by the movements of interest rates, bond yields, and stock prices in the United States since 1856*, Publications of the national bureau of economic research, 33, Nueva York, 1938.

Mascareñas, Juan, *Gestión de Activos Financieros de Renta Fija*, Pirámide, Madrid, 2002, Capítulo 6.

Lamothe, Prosper y Prieto, Francisco, *Los activos de renta fija. Valoración y principios de gestión*, Bolsa de Madrid, Madrid, 1991, pp. 71–97.

Ferruz, L., Portillo, M.P. y Sarto, J.L., *Dirección financiera del riesgo de interés*, Pirámide, Madrid, 2001, Capítulos 4 y 5.

|    |     |     |     |     |     |     |     |    |    |    |    |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|----|----|----|
| Rf | 12% | 13% | 12% | 11% | 11% | 10% | 11% | 9% | 7% | 5% | 5% |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|----|----|----|

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

## 2. Prima por el riesgo de mercado ( $E_M - R_f$ ).

A la tasa de rendimiento libre de riesgo el inversor exigirá una prima adicional que compense el riesgo de invertir en acciones o activos con riesgo.

Para obtenerla Bennett Stewart<sup>12</sup> se basa en la investigación realizada sobre la base de datos del Center for Research in Security Prices, de la Universidad de Chicago que contiene amplia información de precios y rentabilidades desde 1925 de prácticamente todos y cada uno de los valores negociados públicamente en los Estados Unidos. Stewart observa que los inversores en acciones ordinarias corrieron un riesgo mucho mayor, o variabilidad, en su tasa de rendimiento que los tenedores de Bonos del Tesoro de los Estados Unidos y que fueron compensados por ello, exactamente en un 6% por encima del rendimiento de los bonos. Por ello, asumiendo que esos datos históricos son una guía para el futuro, establece que el rendimiento esperado del mercado de valores en conjunto puede estimarse añadiendo una prima de riesgo del 6% al tipo de interés libre de riesgo predominante. Llama la atención, no obstante, cómo responde ante la pregunta de cuál es el fundamento de ese 6%:

“¿Existe alguna razón fundamental para que la prima por riesgo de mercado deba ser el 6%? Ninguna que yo pueda imaginarme. La pregunta es un poco parecida a preguntar por qué Dios hizo que pi fuera el número 3,14159... No pregunte. Sólo debe memorizarlo, y luego dejarlo correr.”

Sin embargo, como señalan Copeland, Koller y Murrin<sup>13</sup>, la determinación de las primas de riesgo es uno de los temas más controvertidos en finanzas. Damodaran<sup>14</sup> observa que en los Estados Unidos los bancos de inversión, consultores y empresas toman primas de riesgo diferentes, que oscilan entre un 4% y un 12%, lo que resulta sorprendente si tenemos en cuenta que casi todos utilizan la misma fuente, las series temporales de rendimientos recogidas por Ibbotson Associates desde 1926. Las razones que explican esta divergencia son las siguientes:

<sup>12</sup> Stewart III, G. Bennett, op.cit., pp. 454–456.

<sup>13</sup> Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., op. cit., p.216.

<sup>14</sup> Damodaran, Aswath, op. cit., Capítulo 7.

Período de tiempo utilizado: mientras muchos utilizan la serie entera de datos, iniciada en 1926, otros utilizan periodos de tiempo de cincuenta, veinte o hasta diez años para la determinación de las primas de riesgo, argumentando que la aversión al riesgo del inversor cambia a lo largo del tiempo, por lo que resulta más conveniente utilizar períodos recientes y más cortos para una estimación más actualizada de las primas.

Puede observarse, sin embargo, que a medida que aumenta el período de tiempo considerado el error que se comete en su cálculo es menor:

Tabla 7.2. Error en la estimación de las primas de riesgo.

| Período de Tiempo | Desviación Típica |
|-------------------|-------------------|
| 5 años            | 8.94%             |
| 10 años           | 6.32%             |
| 25 años           | 4.00%             |
| 50 años           | 2.83%             |

Fuente: Damodaran, Aswath, *Investment Valuation*.

Martín y Trujillo<sup>15</sup> se decantan por la utilización de un periodo lo más largo posible partiendo de la hipótesis de que la prima sigue, en esencia, un recorrido aleatorio. De forma similar se expresan Copeland, Koller y Murrin<sup>16</sup>.

Elección del activo libre de riesgo: Ibbotson Associates<sup>17</sup> recoge rendimientos de las letras del Tesoro y bonos del Estado, por lo que la prima de riesgo puede estimarse referida a cada uno de esos dos activos; en las últimas siete décadas la prima de riesgo sobre activos a corto plazo (como las letras) resultó superior que la referida a activos a largo plazo (como los bonos). Los bonos del Estado son los activos escogidos mayoritariamente.

Promedio utilizado: media aritmética o geométrica. Las primas obtenidas mediante una media geométrica resultan siempre inferiores a las obtenidas mediante una media aritmética, como recuerda la Estadística Descriptiva<sup>18</sup>, y la discrepancia entre ambas depende de la aleatoriedad de los rendimientos que se promedian. Si no hay correlación entre los retornos anuales la media aritmética parece la mejor estimación

<sup>15</sup> Martín, José Luis y Trujillo, Antonio, op. cit, p. 64.

<sup>16</sup> Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., op. cit., p. 217.

<sup>17</sup> Pueden obtenerse los datos de Ibbotson Associates de su página web: [www.ibbotson.com](http://www.ibbotson.com)

<sup>18</sup> Martín Pliego, F. Javier, *Introducción a la Estadística Económica y Empresarial (Teoría y práctica)*, editorial AC, Madrid, 1994, p. 48.

de la prima de riesgo<sup>19</sup>, pero los estudios empíricos<sup>20</sup> sugieren la existencia de cierto grado de correlación que hace aconsejable el uso de la media geométrica.

En resumen, la elección de estos tres factores —período de tiempo, activo libre de riesgo y promedio— determina la obtención de una u otra prima de riesgo, como se refleja en el cuadro siguiente:

Tabla 7.3. Primas de riesgo.

|           | Acciones- Letras del Tesoro |                  | Acciones- Bonos del Estado |                  |
|-----------|-----------------------------|------------------|----------------------------|------------------|
|           | Media Aritmética            | Media Geométrica | Media Aritmética           | Media Geométrica |
| 1928-2000 | 8.41%                       | 7.17%            | 6.53%                      | 5.51%            |
| 1962-2000 | 6.41%                       | 5.25%            | 5.3%                       | 4.52%            |
| 1990-2000 | 11.42%                      | 7.64%            | 12.67%                     | 7.09%            |

Fuente: Damodaran, Aswath, *Investment Valuation*.

Un repaso de las primas obtenidas por diferentes autores para los Estados Unidos pone de manifiesto la disparidad en los criterios de cálculo y que la prima de riesgo no permanece en absoluto estable a lo largo del tiempo, ya que se sitúa en el entorno del 3,5%-4% si se toma el referente histórico de más duración o bien las últimas décadas, y se eleva al entorno del 6% si nos centramos en el siglo XX<sup>21</sup>:

<sup>19</sup> Algunos autores argumentan que la media aritmética es una mejor estimación de la tasa esperada para un conjunto de retornos que siguen un camino aleatorio. Véase: Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., op. cit., p.218-221.

<sup>20</sup> Fama, Eugene y French, K., “Dividend Yields and Expected Stock Returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol.22, 1988, pp. 3-25; Lo, Andrew W. y Mackinlay, A. Craig, “Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 1, n°1, 1988, pp. 41-66; Poterba, James M. y Summers, Lawrence H., “Mean Reversión in Stock Prices”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988, pp. 27-50.

<sup>21</sup> Viñolas, Pere, “La prima de riesgo en la bolsa española”, *Trabajo de investigación de doctorado*, Departamento de Economía Financiera III, Universidad Complutense de Madrid, 2002, pp. 20-21.



---

Puede descargarse en: [www.ucm.es/info/jmas/load.htm](http://www.ucm.es/info/jmas/load.htm).

Tabla 7.4. La prima de riesgo en Estados Unidos.

| Estudio                | PERIODO    | Acciones | Bonos | Letras | Acc-Bono | Acc-Letra |
|------------------------|------------|----------|-------|--------|----------|-----------|
| Ibbotson, Brinson      | 1790- 1985 | 8.20%    |       | 1.50%  |          | 6.70%     |
| Siegel                 | 1802- 1996 | 6.90%    | 3.40% | 2.90%  | 3.50%    | 4.00%     |
| Mehra, Prescott        | 1889- 1978 | 6.98%    |       | 0.80%  |          | 6.41%     |
| Damodaran              | 1926- 1990 | 10.08%   | 4.58% | 3.67%  | 5.50%    | 2.46%     |
| Ibbotson, Siegel, Love | 1960- 1984 | 8.71%    | 5.35% | 6.25%  | 3.36%    | 6.90%     |
| Cornel                 | 1926- 1997 | 11.0%    | 5.20% | 3.80%  | 5.80%    | 7.20%     |

Fuente: Viñolas, Pere.

Para el caso español, disponemos de bases estadísticas menores, que hacen pensar en la posibilidad de remontarnos, como mucho, a 1940.

Gómez-Bezares, entre otros, estima la prima de riesgo de mercado desde 1959 para tipos calculados a partir de rentabilidades anuales, mensuales y semanales medias. Desde ese año hasta 1988 obtiene una prima del 8,1% y del 10,6% para las rentabilidades mensuales y anuales respectivamente.<sup>22</sup>

Viñolas<sup>23</sup>, por su parte, estima la prima para un horizonte más amplio, desde 1915 a 1997, obteniendo valores en torno al 2% según el índice de referencia utilizado. Estos valores, no obstante, se ven incrementados a medida que reduce dicho horizonte, por lo que deduce que la prima de riesgo en los últimos veinte años puede situarse en el entorno del 6% y cerca o por debajo del 4% en las últimas décadas o incluso en la mayoría del siglo XX.

En opinión de Damodaran, la utilización de datos históricos en mercados distintos del estadounidense para la obtención de las primas resulta peligroso, considerando que se trata de mercados con una historia corta y volátil, por ello recomienda obtenerla añadiendo a la prima estadounidense y un margen que refleje el riesgo país. Para Europa Occidental estima que la prima oscila entre un 4,5% y 5,5%

<sup>22</sup> Martín, José Luis y Trujillo, Antonio, op. cit., pp. 63–66.

<sup>23</sup> Viñolas, Pere, op. cit., pp. 39–43.

En nuestro estudio partimos de la consideración de que tras el extraordinario proceso de integración y convergencia internacional de nuestra economía y la activa participación de los mercados de valores en el proceso de globalización, el mercado español de capitales está plenamente integrado a nivel internacional, lo que significa que los procesos de formación de precios, los atributos fundamentales —eficiencia y equilibrio— son comunes con los de los mercados considerados más desarrollados y eficientes, como el estadounidense, el británico o el alemán. Berges y Soria, realizan un estudio de esta cuestión en el que observan que las correlaciones entre los movimientos de los precios de las acciones en el mercado español y los de éstos mercados reflejan esta integración.<sup>24</sup>

Por este motivo, tomamos como prima de riesgo de partida el 5,5%, obtenida del mercado estadounidense sobre los bonos del Estado, como media geométrica y para el más amplio período de tiempo. Hemos preferido, no obstante, plantear dos escenarios, añadiendo la posibilidad de una prima más baja (4%), considerando que en el mercado hay un amplio consenso para aplicar primas inferiores y para intentar la mejor aproximación, en palabras de Berges y Soria, a la “verdadera pero desconocida” prima de riesgo.<sup>25</sup>

Hemos de añadir que otros autores como Copeland, Koller y Murrin recomiendan valores más bajos, entre el 4,5% y el 5%, para el mercado estadounidense<sup>26</sup>.

Por otra parte, cabe la posibilidad de obtener la prima de un análisis *ex ante*, considerando el análisis realizado por los inversores en el momento de decidir invertir en renta variable. Viñolas observa que los resultados obtenidos son inferiores a los obtenidos con cálculos *ex post*, concretamente para el caso español sitúa la prima en el entorno del 4% o inferior.<sup>27</sup>

En este sentido, Fernández<sup>28</sup> realiza una enumeración de distintos métodos adicionales para la determinación de la prima de riesgo de mercado, como la

---

<sup>24</sup> Berges, Angel y Soria, Pilar, “Eficiencia, equilibrio y gestión de riesgos en los mercados de capitales: enseñanzas para las empresas”, *Papeles de Economía Española*, 78–79, 1999, pp. 145–157.

<sup>25</sup> Partiendo de los resultados obtenidos tanto del análisis histórico como del análisis *ex ante*, Viñolas recomienda utilizar promedios iguales o inferiores a un 4%. (Viñolas, Pere, *op. cit.*)

<sup>26</sup> Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., *op. cit.*, p. 216.

<sup>27</sup> Viñolas, Pere, *op. cit.*, pp. 60–61.

<sup>28</sup> Fernández, Pablo, *op. cit.*, pp. 411–439.

ecuación de Gordon y Shapiro, la encuesta a analistas e inversores, la TIR de los dividendos esperados, el inverso del PER o la diferencia de las volatilidades de la bolsa y los bonos a largo plazo. En su opinión, el problema principal para determinar la prima de mercado es que es una expectativa y que además no es homogénea para todos los inversores, lo que explica que aparezcan resultados inconsistentes aplicando estos métodos y que, por ello, tenga más sentido hablar de prima de riesgo de cada inversor que de prima de riesgo de mercado.

### 3. El coeficiente $\beta$ :

La prima por riesgo de mercado debe ser modificada al alza o a la baja para reflejar el riesgo de una empresa concreta. El modelo CAPM y una amplia investigación académica que se remonta a los años 60, han establecido como indicador del riesgo relativo de inversión el coeficiente  $\beta$  que nos proporciona una medida del riesgo sistemático o no diversificable que soporta el inversor<sup>29</sup>.

La beta, mide la variación del rendimiento de un título o cartera con respecto a la variación del rendimiento del mercado, de tal forma que si la beta toma un valor igual a la unidad estará variando en la misma sintonía que el mercado de valores, si fuera inferior sus oscilaciones serían de menor tamaño que las del rendimiento del mercado y si fuese superior sus oscilaciones serían mayores.

Para obtener el índice de riesgo de nuestro sector, la primera dificultad que nos encontramos es la inexistencia de agencias de viajes que coticen en algunas de las cuatro bolsas españolas en el período objeto de estudio. Como solución, decidimos utilizar datos procedentes de cinco compañías europeas y buscar la correlación existente del mercado español con los correspondientes mercados europeos para realizar una estimación de las betas de las agencias de viajes españolas en el período 1989-1999.

Las compañías escogidas son touroperadores que se sitúan entre los principales grupos europeos y que cotizan en sus respectivas bolsas de valores, de gran

---

<sup>29</sup> El CAPM halla sus raíces en las aportaciones de Markowitz y Tobin a finales de 1950 que dieron lugar al nacimiento de la teoría de selección de carteras. William F. Sharpe y John Linter completaron el estudio y a ellos siguieron muchas otras investigaciones que han contribuido a su perfección y desarrollo. En un mercado en el que se cumplen las hipótesis de la teoría del mercado de capitales, en el cual todos los inversores son diversificadores eficientes en el sentido de Markowitz, el riesgo a tener en cuenta a la hora de valorar un activo financiero ya no es el riesgo total del mismo, sino el riesgo sistemático o no diversificable. Puede verse: Suárez, Andrés S., op. cit., pp. 476-511.

presencia en todo el continente, incluso recientemente en España. Una breve descripción de cada una de ellas figura en el Anexo nº 1.

Obtención de la beta:

El modelo más conocido para estimar la rentabilidad y el riesgo de los valores mobiliarios es el llamado “modelo de mercado” de Sharpe<sup>30</sup>, que supuso que la relación de dependencia entre el rendimiento de un título “i” durante el periodo de referencia y el índice del mercado era de tipo lineal según el modelo econométrico:

$$R_i = a_i + b_i I + \varepsilon_i$$

donde  $R_i$  indica el rendimiento del título en el período de referencia,  $I$  es el índice representativo de la evolución del mercado,  $\varepsilon_i$  es el error o perturbación aleatoria,  $a_i$  y  $b_i$  son los parámetros a estimar indicativos, respectivamente, de la parte del rendimiento independiente o no del mercado.

J.L. Treynor<sup>31</sup>, al objeto de homogeneizar el significado de las variables independiente y dependiente, sustituyó el índice de mercado  $I$  por su rendimiento  $R_{Mt}$ , medido por el cociente  $(I_{t+1} - I_t) / I_t$  con lo que el “modelo de mercado” adopta la siguiente expresión:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_i$$

donde  $R_i$  es el rendimiento del título  $i$ ,  $R_M$  es el rendimiento del índice de mercado,  $\alpha_i$  y  $\beta_i$  son las dos constantes del modelo de regresión —que, respectivamente, indican el rendimiento del título cuando el rendimiento del índice es nulo y el coeficiente de volatilidad del título con respecto al rendimiento del índice—, y finalmente,  $\varepsilon_i$  es la perturbación aleatoria.

Este modelo presupone una relación de dependencia lineal entre el rendimiento requerido del título y el rendimiento del mercado. La estimación de los parámetros o coeficientes de regresión  $\alpha_i$  y  $\beta_i$ , por aplicación del método de los mínimos

---

<sup>30</sup> Sharpe, William F., “A Simplified Model for Portfolio Analysis”, *Management Science*, vol. IX, nº 2, enero 1963, pp. 277–293. Véase también W.F. Sharpe, *Portfolio: Theory and Capital Markets*, Mc Graw–Hill, Nueva York, 1970 (tr. española por Deusto, Bilbao, 1975).

<sup>31</sup> Treynor, J.L., “How to Rate Management of Investment Funds”, *Harvard Business Review*, enero–febrero 1965, pp. 63–75.

cuadrados, requiere la formulación de las llamadas hipótesis de la regresión lineal simple<sup>32</sup>:

1. Se ha seleccionado la forma correcta de la recta de regresión, por lo que cualquier variabilidad de la variable respuesta que no quede explicada por ella se debe a un error aleatorio  $\varepsilon_i$ .
2. Los datos que se observan constituyen una muestra representativa de la población acerca de la cual el investigador desea generalizar.
3. Los valores observados de la variable respuesta no se encuentran estadísticamente correlacionados.
4. Para toda  $i = 1, 2, \dots, n$ , la media de  $\varepsilon_i$  es cero y la varianza de  $\varepsilon_i$  es  $\sigma^2$  que generalmente no es conocida.
5. Los puntos de observación o valores de las variables de predicción son fijos o se seleccionan con anticipación y se miden sin error.

Según el método de los mínimos cuadrados la beta queda definida como el cociente entre la covarianza de la rentabilidad del título y la del mercado y la varianza de éste último.

a. Rendimiento del mercado y de los títulos:

Como señala Suárez<sup>33</sup>, en la literatura especializada se suele tomar como medida aproximada del rendimiento la diferencia entre el logaritmo natural de los precios, haciendo abstracción de los dividendos y cupones, de modo que el rendimiento de un título durante el período  $t$  vendrá dado por:

$$LN P_{t+1} - LN P_t \cong LN (P_{t+1}/P_t)$$

Hemos calculado los rendimientos de las cinco compañías y de los índices bursátiles correspondientes, tomando los datos sobre sus cotizaciones mensuales recogidos en la base de datos Jacques Chahine Finance. Los resultados se encuentran en el Anexo nº 2.

---

<sup>32</sup> Canavos, George C., *Applied Probability and Statistical Methods*, primera edición, 1984, (tr. española de Edmundo G. Urbina, *Probabilidad y estadística: aplicaciones y métodos*, McGraw-Hill, México, 1999, pp. 446-447).

<sup>33</sup> Suárez, Andrés S., op. cit., p. 430.

Para el cálculo de la rentabilidad del mercado, se utiliza un índice amplio representativo del mismo. Hemos escogido los siguientes índices representativos de los distintos mercados<sup>34</sup>:

- Mercado español: el índice bursátil a escoger puede ser el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), compuesto por unos 100 títulos y con datos disponibles desde 1940, o el IBEX-35, con datos desde 1990 sobre los precios de 35 valores del mercado continuo. Por la disponibilidad de datos se ha optado por el primero. En este sentido, conviene señalar que el IBEX-35 es considerado más imperfecto que el IGBM a efectos del análisis histórico de rentabilidades, por no incorporar en su evolución el efecto del pago de los dividendos aunque sí el impacto derivado de ampliaciones de capital<sup>35</sup>.
- Mercado alemán: se utiliza el DAX-30, índice bursátil de las treinta principales acciones cotizadas en la Bolsa de Frankfurt, cuya designación completa es Deutsche Aktienindex (índice alemán de acciones), y que coexiste con el índice Faz, del diario Frankfurter Allgemeine Zeitung.
- Mercado francés: se utiliza el CAC-40, índice de la Bolsa de París que se calcula como la media ponderada de las acciones de las 40 mayores empresas cotizadas, cuya designación corresponde a las iniciales de Compagnie des Agents de Change.
- Mercado suizo: se utiliza el SMI, Swiss Market Index, índice bursátil basado en las veinticuatro acciones con mayor volumen de contratación en Suiza.
- Mercado inglés: se ha escogido el Footsie o FTSE-100, cuya denominación completa es Financial Times (FT) Stock Exchange 100 Share, índice que abarca las cien mayores sociedades cotizadas en la bolsa en el Reino Unido y que es propiedad conjunta del célebre diario y la bolsa de Londres.

b. Aplicación del modelo de mercado para la obtención de las betas:

Para obtener las betas correspondientes a cada una de las compañías, se aplica el “modelo de mercado”:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_i$$

---

<sup>34</sup> Puede consultarse sobre la elección y construcción de los principales índices bursátiles: Ontiveros, E., Berges, A., Manzano, D. y Valero, F.,  *Mercados financieros internacionales*, Espasa Calpe, Madrid, 1991, pp. 379–389.

<sup>35</sup> Viñolas, Pere, op. cit., pp. 8–10.



donde  $R_i$  es el rendimiento de las acciones de la compañía (First Choice, Airtours, Kuoni, Preussag o Club Méditerranée),  $R_M$  es el rendimiento del índice de mercado aplicable (FTSE-100 para las dos primeras, SMI, DAX-30 y CAC-40, respectivamente, para las restantes),  $\alpha_i$  y  $\beta_i$  son las dos constantes del modelo de regresión —que, respectivamente, indican el rendimiento de las acciones cuando el rendimiento del índice es nulo y el coeficiente de volatilidad del título o riesgo no diversificable—, y  $\varepsilon_i$  es la perturbación aleatoria.

Aplicando el método de los mínimos cuadrados, que parte de las hipótesis ya señaladas anteriormente, hemos obtenido las betas de cada una de las compañías, referidas a los años 1989-1999. Para cada compañía se han ajustado once rectas de regresión, una por año, a partir de los veinticuatro últimos datos mensuales, esto es, de su año y el precedente.

Para contrastar el ajuste se ha calculado el p-valor<sup>36</sup> de cada recta, así como los coeficientes de determinación y de correlación lineal. Los resultados obtenidos han sido los siguientes:

---

<sup>36</sup> Se define el p-valor de un contraste como el mínimo nivel de significación (probabilidad de cometer un error) para el que, con los datos de una muestra concreta, se tendría que rechazar la hipótesis  $H_0$  (en nuestro caso, la correlación de la población es cero). En general, cuanto más próximo sea “p” a uno, mayor evidencia habrá para aceptar  $H_0$ , mientras que cuanto más cercano sea a cero con mayor confianza se rechazará  $H_0$ . El p-valor permite evaluar en cierta forma el grado de confianza con el que se rechaza la hipótesis de que la correlación de la población es cero. En: Coronado, J.L., Corral, A., López, P., Miñano, R., Ruiz, B. y Villén, J., *Estadística Aplicada con STATGRAPHICS*, RA-MA Editorial, Madrid, 1994, p. 177-191.

Tabla 7.5. Betas de las compañías analizadas en el período 1989-1999.

**Airtours (FT-100)**

|                | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $\beta$        | 0.45  | 0.62  | 1.37  | 1.88  | 2.29  | 1.01  | 0.77  | 1.73  | 1.17  | 0.9   | 1.22  |
| R <sup>2</sup> | 16%   | 25%   | 11%   | 23%   | 63%   | 29%   | 13%   | 26%   | 26%   | 20%   | 20%   |
| r              | 0.40  | 0.50  | 0.38  | 0.48  | 0.79  | 0.54  | 0.36  | 0.51  | 0.51  | 0.45  | 0.45  |
| P              | <0.10 | <0.05 | <0.10 | <0.05 | <0.01 | <0.01 | <0.10 | <0.05 | <0.05 | <0.05 | <0.05 |
| N.C.           | 90%   | 95%   | 90%   | 95%   | 99%   | 99%   | 90%   | 95%   | 95%   | 95%   | 95%   |

**Club Méditerranée (CAC-40)**

|                | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $\beta$        | 1.18  | 1.19  | 1.01  | 0.86  | 0.94  | 0.49  | 0.34  | 0.92  | 1.01  | 0.99  | 1.04  |
| R <sup>2</sup> | 47%   | 54%   | 46%   | 20%   | 29%   | 16%   | 13%   | 22%   | 37%   | 47%   | 53%   |
| r              | 0.68  | 0.73  | 0.68  | 0.45  | 0.54  | 0.40  | 0.36  | 0.47  | 0.61  | 0.69  | 0.73  |
| P              | <0.01 | <0.01 | <0.01 | <0.05 | <0.01 | <0.05 | <0.10 | <0.05 | <0.01 | <0.01 | <0.01 |
| N.C.           | 99%   | 99%   | 99%   | 95%   | 99%   | 95%   | 90%   | 95%   | 99%   | 99%   | 99%   |

**Preussag (DAX)**

|                | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $\beta$        | 0.63  | 1.08  | 1.14  | 1.31  | 1.12  | 0.72  | 0.70  | 1.11  | 0.96  | 0.71  | 0.49  |
| R <sup>2</sup> | 13%   | 45%   | 51%   | 42%   | 52%   | 43%   | 39%   | 54%   | 60%   | 47%   | 21%   |
| r              | 0.36  | 0.67  | 0.72  | 0.65  | 0.72  | 0.66  | 0.62  | 0.74  | 0.77  | 0.69  | 0.46  |
| P              | <0.10 | <0.01 | <0.01 | <0.01 | <0.01 | <0.01 | <0.01 | <0.01 | <0.01 | <0.01 | <0.05 |
| N.C.           | 90%   | 99%   | 99%   | 99%   | 99%   | 99%   | 99%   | 99%   | 99%   | 99%   | 95%   |

**First Choice (FT-100)**

|                | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $\beta$        | 0.77  | 0.52  | 1.09  | 1.29  | 1.48  | 1.26  | 1.98  | 2.26  | 1.8   | 1.91  | 1.71  |
| R <sup>2</sup> | 14%   | 16%   | 15%   | 15%   | 21%   | 18%   | 20%   | 24%   | 34%   | 57%   | 27%   |
| r              | 0.37  | 0.39  | 0.39  | 0.39  | 0.46  | 0.42  | 0.45  | 0.49  | 0.59  | 0.75  | 0.52  |
| P              | <0.10 | <0.10 | <0.10 | <0.10 | <0.05 | <0.10 | <0.05 | <0.05 | <0.01 | <0.01 | <0.01 |
| N.C.           | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 95%   | 90%   | 95%   | 95%   | 99%   | 99%   | 99%   |

**Kouni (SMI)**

|                | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $\beta$        | 0.76  | 0.80  | 1.03  | -1.21 | -0.98 | 0.94  | 0.86  | 1.03  | 0.76  | 1.10  | 1.45  |
| R <sup>2</sup> | 26%   | 28%   | 24%   | 18%   | 15%   | 16%   | 22%   | 26%   | 20%   | 44%   | 61%   |
| r              | 0.51  | 0.53  | 0.49  | -0.42 | -0.38 | 0.40  | 0.46  | 0.51  | 0.45  | 0.66  | 0.78  |
| P              | <0.05 | <0.01 | <0.05 | <0.10 | <0.10 | <0.10 | <0.05 | <0.05 | <0.05 | <0.01 | <0.01 |
| N.C.           | 95%   | 99%   | 95%   | 90%   | 90%   | 90%   | 95%   | 95%   | 95%   | 99%   | 99%   |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

Como puede observarse, el p-valor toma valores menores a 0.01, 0.05 y 0.10, indicando que hay una relación significativa entre las variables, dada por la ecuación de ajuste con un nivel de confianza del 99%, 95% o 90%, respectivamente.

c. Correlación entre el Mercado Español y los Mercados Europeos:

Para obtener la relación de dependencia entre el mercado español y cada uno de los mercados —alemán, francés, suizo e inglés— hemos ajustado la recta de regresión:

$$R_{IGBMt} = a + b R_{Mt}$$

donde  $R_{IGBM}$  es el rendimiento del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM),  $R_M$  es el rendimiento del índice del mercado correspondiente (FTSE-100, SMI, DAX-30 ó CAC-40)  $a$  y  $b$  son las dos constantes del modelo de regresión. El coeficiente de regresión “b” indica en cuánto varía el rendimiento del IGBM cuando el rendimiento del FTSE-100, SMI, DAX-30 ó CAC-40 aumenta en una unidad.

Los valores obtenidos se relacionan a continuación:

Tabla 7.6. Coeficientes de regresión (b).

| Tiempo | IGBM-FT100 | IGBM-CAC40 | IGBM-DAX30 | IGBM-SMI |
|--------|------------|------------|------------|----------|
| 1989   | 0,62       | 0,81       | 0,82       | 0,94     |
| 1990   | 0,77       | 0,86       | 0,67       | 0,90     |
| 1991   | 0,79       | 0,91       | 0,70       | 0,92     |
| 1992   | 0,72       | 0,87       | 1,09       | 0,86     |
| 1993   | 0,70       | 0,50       | 0,93       | 0,78     |
| 1994   | 0,75       | 0,55       | 0,46       | 0,88     |
| 1995   | 0,75       | 0,54       | 0,33       | 0,74     |
| 1996   | 0,85       | 0,39       | 0,63       | 0,40     |
| 1997   | 0,87       | 0,63       | 0,49       | 0,61     |
| 1998   | 1,28       | 0,94       | 0,78       | 0,86     |
| 1999   | 1,24       | 0,97       | 0,76       | 0,92     |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

d. Cálculo de las Betas de las Agencias de Viajes en España:

Hemos estimado las betas correspondientes a las agencias de viajes en España a partir de la expresión:

$$\beta_{AV} = b \cdot \beta_{Ave}$$

siendo  $\beta_{AV}$  la beta de las agencias de viajes españolas y  $\beta_{Ave}$  la correspondiente a las agencias de viajes extranjeras y  $b$  el parámetro estimado en el punto anterior. Las betas obtenidas han sido las siguientes:

Tabla 7.7. Betas estimadas para el sector de agencias de viajes en España.

| Años | AIRTOURS | IGBM-FT100 | $\beta_1$ |
|------|----------|------------|-----------|
| 1989 | 0,45     | 0,62       | 0,28      |
| 1990 | 0,62     | 0,77       | 0,48      |
| 1991 | 1,37     | 0,79       | 1,09      |
| 1992 | 1,88     | 0,72       | 1,35      |
| 1993 | 2,29     | 0,70       | 1,60      |
| 1994 | 1,01     | 0,75       | 0,76      |
| 1995 | 0,77     | 0,75       | 0,57      |
| 1996 | 1,73     | 0,85       | 1,47      |
| 1997 | 1,17     | 0,87       | 1,02      |
| 1998 | 0,9      | 1,28       | 1,15      |
| 1999 | 1,22     | 1,24       | 1,51      |

| Años | FIRSTCHOICE | IGBM-FT100 | $\beta_2$ |
|------|-------------|------------|-----------|
| 1989 | 0,77        | 0,62       | 0,47      |
| 1990 | 0,52        | 0,77       | 0,40      |
| 1991 | 1,09        | 0,79       | 0,87      |
| 1992 | 1,29        | 0,72       | 0,93      |
| 1993 | 1,48        | 0,70       | 1,03      |
| 1994 | 1,26        | 0,75       | 0,94      |
| 1995 | 1,98        | 0,75       | 1,48      |
| 1996 | 2,26        | 0,85       | 1,92      |
| 1997 | 1,8         | 0,87       | 1,57      |
| 1998 | 1,91        | 1,28       | 2,45      |
| 1999 | 1,71        | 1,24       | 2,12      |

| Años | CLUBMED | IGBM-CAC40 | $\beta_3$ |
|------|---------|------------|-----------|
| 1989 | 1,18    | 0,81       | 0,96      |
| 1990 | 1,19    | 0,86       | 1,03      |
| 1991 | 1,01    | 0,91       | 0,92      |
| 1992 | 0,86    | 0,87       | 0,75      |
| 1993 | 0,94    | 0,50       | 0,47      |
| 1994 | 0,49    | 0,55       | 0,27      |
| 1995 | 0,34    | 0,54       | 0,18      |
| 1996 | 0,92    | 0,39       | 0,35      |
| 1997 | 1,01    | 0,63       | 0,64      |
| 1998 | 0,99    | 0,94       | 0,93      |
| 1999 | 1,04    | 0,97       | 1,00      |

| Años | KUONI | IGBM-SMI | $\beta_4$ |
|------|-------|----------|-----------|
| 1989 | 0,76  | 0,94     | 0,72      |
| 1990 | 0,8   | 0,90     | 0,72      |
| 1991 | 1,03  | 0,92     | 0,95      |
| 1992 | -1,21 | 0,86     | -1,04     |
| 1993 | -0,98 | 0,78     | -0,76     |
| 1994 | 0,94  | 0,88     | 0,82      |
| 1995 | 0,87  | 0,74     | 0,64      |
| 1996 | 1,03  | 0,40     | 0,42      |
| 1997 | 0,76  | 0,61     | 0,46      |
| 1998 | 1,1   | 0,86     | 0,95      |
| 1999 | 1,45  | 0,92     | 1,34      |

| Años | PREUSSAG | IGBM-DAX30 | $\beta_5$ |
|------|----------|------------|-----------|
| 1989 | 0,63     | 0,82       | 0,52      |
| 1990 | 1,08     | 0,67       | 0,72      |
| 1991 | 1,14     | 0,70       | 0,80      |
| 1992 | 1,31     | 1,09       | 1,43      |
| 1993 | 1,12     | 0,93       | 1,04      |
| 1994 | 0,72     | 0,46       | 0,33      |
| 1995 | 0,7      | 0,33       | 0,23      |
| 1996 | 1,11     | 0,63       | 0,70      |
| 1997 | 0,96     | 0,49       | 0,48      |
| 1998 | 0,71     | 0,78       | 0,55      |
| 1999 | 0,49     | 0,76       | 0,37      |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

e. Determinación de la Beta Anual.

Por último, la beta que se inserta en el modelo CAPM se ha obtenido mediante media aritmética ponderada de las betas de las cinco compañías, tomando como ponderación el peso de la capitalización de cada compañía en el total del mercado representado por las cinco compañías (Tabla A3.1). Para cada año se han obtenido los siguientes resultados:

Tabla 7.8. Betas para la obtención del coste de oportunidad de los fondos propios.

| Años | $\beta_1$ | $\beta_2$ | $\beta_3$ | $\beta_4$ | $\beta_5$ | $\beta$ MEDIA |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| 1989 | 0,28      | 0,47      | 0,96      | 0,72      | 0,52      | 0,73          |
| 1990 | 0,48      | 0,40      | 1,03      | 0,72      | 0,72      | 0,80          |
| 1991 | 1,09      | 0,87      | 0,92      | 0,95      | 0,80      | 0,89          |
| 1992 | 1,35      | 0,93      | 0,75      | -1,04     | 1,43      | 1,05          |
| 1993 | 1,60      | 1,03      | 0,47      | -0,76     | 1,04      | 0,90          |
| 1994 | 0,76      | 0,94      | 0,27      | 0,82      | 0,33      | 0,50          |
| 1995 | 0,57      | 1,48      | 0,18      | 0,64      | 0,23      | 0,41          |
| 1996 | 1,47      | 1,92      | 0,35      | 0,42      | 0,70      | 0,97          |
| 1997 | 1,02      | 1,57      | 0,64      | 0,46      | 0,48      | 0,79          |
| 1998 | 1,15      | 2,45      | 0,93      | 0,95      | 0,55      | 1,02          |
| 1999 | 1,51      | 2,12      | 1,00      | 1,34      | 0,37      | 1,04          |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

Aplicando como ponderaciones:

Tabla 7.9. Ponderaciones de las Betas.

| Años | w1   | w2   | w3   | w4   | w5   | TOTAL |
|------|------|------|------|------|------|-------|
| 1989 | 0,02 | 0,07 | 0,47 | 0,06 | 0,37 | 1     |
| 1990 | 0,03 | 0,11 | 0,38 | 0,06 | 0,42 | 1     |
| 1991 | 0,13 | 0,18 | 0,28 | 0,03 | 0,38 | 1     |
| 1992 | 0,15 | 0,14 | 0,26 | 0,05 | 0,40 | 1     |
| 1993 | 0,23 | 0,11 | 0,22 | 0,08 | 0,37 | 1     |
| 1994 | 0,17 | 0,13 | 0,24 | 0,07 | 0,39 | 1     |
| 1995 | 0,15 | 0,09 | 0,25 | 0,08 | 0,43 | 1     |
| 1996 | 0,33 | 0,09 | 0,18 | 0,11 | 0,29 | 1     |
| 1997 | 0,35 | 0,09 | 0,14 | 0,13 | 0,29 | 1     |
| 1998 | 0,29 | 0,10 | 0,16 | 0,12 | 0,33 | 1     |

|      |      |      |      |      |      |   |
|------|------|------|------|------|------|---|
| 1999 | 0,25 | 0,09 | 0,19 | 0,11 | 0,37 | 1 |
|------|------|------|------|------|------|---|

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

#### 4. Coste de los Fondos Propios.

Estimados todos los parámetros del modelo CAPM, el coste de los fondos propios  $K_p$  se calcula para dos escenarios de primas de riesgo, como muestran los dos cuadros siguientes:

Tabla 7.10. Coste de los fondos propios (prima de riesgo del 4%).

| Años                                     | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Tasa rendimiento libre de riesgo (Rf)    | 12   | 13   | 12   | 11   | 11   | 10   | 11   | 9    | 7    | 5    | 5    |
| Prima de riesgo variable (4 $\beta$ )    | 3    | 3    | 4    | 4    | 4    | 2    | 2    | 4    | 3    | 4    | 4    |
| Beta total ( $\beta$ )                   | 0,73 | 0,80 | 0,89 | 1,05 | 0,90 | 0,50 | 0,41 | 0,97 | 0,79 | 1,02 | 1,04 |
| Coste fondos propios ( $K_p=Rf+4\beta$ ) | 15   | 16   | 15   | 15   | 14   | 12   | 13   | 13   | 10   | 9    | 9    |

Fuente: Banco de España, Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

Tabla 7.11. Coste de los fondos propios (prima de riesgo del 5.5%).

| Años                                       | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Tasa rendimiento libre de riesgo (Rf)      | 12   | 13   | 12   | 11   | 11   | 10   | 11   | 9    | 7    | 5    | 5    |
| Prima de riesgo variable (5.5 $\beta$ )    | 4    | 4    | 5    | 6    | 5    | 3    | 2    | 5    | 4    | 6    | 6    |
| Beta total ( $\beta$ )                     | 0,73 | 0,80 | 0,89 | 1,05 | 0,90 | 0,50 | 0,41 | 0,97 | 0,79 | 1,02 | 1,04 |
| Coste fondos propios ( $K_p=Rf+5.5\beta$ ) | 16   | 17   | 17   | 17   | 16   | 13   | 14   | 14   | 11   | 11   | 10   |

Fuente: Banco de España, Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

#### 7.2.1.2. Coste de la deuda

Para el cálculo del tipo de interés que las agencias de viajes habrían de pagar si se tuvieran que endeudar una unidad monetaria más, ante las limitaciones de la información disponible, nos planteamos dos alternativas:

a) Partir del tipo de interés sin riesgo y calcular el diferencial sobre ese tipo de la deuda de empresas comparables por pertenecer a sectores afines, ya que no encontramos deuda que cotice de las agencias de viajes;

b) Obtenerlo a partir de datos contables, lo que no resulta muy consistente a nivel teórico, mediante cociente entre los gastos financieros netos de impuestos y la deuda bruta media.

Hemos constatado que las dos soluciones no conducen a importantes diferencias<sup>37</sup>. El coste del endeudamiento del sector antes de impuestos se estima por cociente entre los gastos financieros (epígrafe de la cuenta de resultados) y la deuda bruta media, según la expresión:

$$b = \text{gastos financieros} / \text{deuda bruta media}$$

Por deuda bruta entendemos tanto los recursos ajenos a largo plazo como la financiación a corto plazo con coste, sin incluir aquella financiación que el sector obtiene gratuitamente y cuyo coste, en todo caso, se haya incluida en los costes de producción. La deuda bruta media se obtiene como media aritmética simple entre dichos valores al inicio y al final del ejercicio.

El coste del endeudamiento antes de impuestos es el siguiente:

Tabla 7.12. Coste de la deuda antes de impuestos.

| Años                    | 1989   | 1990   | 1991 | 1992   | 1993 | 1994   | 1995 | 1996   | 1997 | 1998  | 1999  |
|-------------------------|--------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|-------|-------|
| Gastos financieros      | 220    | 386    | 434  | 348    | 398  | 293    | 323  | 481    | 335  | 769   | 529   |
| Deuda bruta media       | 2100,5 | 2224,5 | 2544 | 2088,5 | 2338 | 2436,5 | 2421 | 2074,5 | 4010 | 12579 | 10677 |
| Coste endeudamiento = b | 10%    | 17%    | 17%  | 17%    | 17%  | 12%    | 13%  | 23%    | 8%   | 6%    | 5%    |

Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

<sup>37</sup> Para el cálculo del coste de la deuda, si bien es más correcto partir de valores de mercado, pues se trata de un coste de oportunidad, decidimos optar por utilizar datos contables, considerando que empresas de sectores afines como Sol Meliá presentan un coste de deuda después de impuestos que supera en torno a un 2% al correspondiente de la deuda sin riesgo, diferencial que en promedio, exceptuando algunos años, se muestra similar al obtenido utilizando datos contables.



Una vez obtenido este cociente y con objeto de conocer el valor real del coste de la deuda es necesario descontar el ahorro fiscal que el sector obtiene por elegir esta forma de financiación. El ahorro en coste por la deuda es exactamente igual al producto de  $b$  por  $t$ , siendo  $b$  el coste de la deuda y  $t$  el tipo impositivo marginal de sociedades.

Estimamos el tipo impositivo de sociedades aplicado, en promedio, a cada empresa del sector de la forma siguiente:

$$t = \text{Impuesto sobre beneficio} / \text{resultado antes de impuestos}$$

Tabla 7.13. Tipo impositivo de sociedades.

| Años                         | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Impuesto sobre beneficios    | 332   | 693   | 990   | 1.239 | 1.253 | 1.317 | 1.337 | 1.358 | 1.729 | 2.999 | 2.550 |
| Resultado antes de Impuestos | 1.154 | 2.342 | 3.013 | 3.749 | 3.820 | 3.906 | 3.643 | 3.970 | 5.089 | 8.801 | 7.771 |
| Tipo Impositivo (t)          | 29%   | 30%   | 33%   | 33%   | 33%   | 34%   | 37%   | 34%   | 34%   | 34%   | 33%   |

Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

Así pues, el coste de la deuda, después de impuestos, se obtiene como:

$$\text{Coste de la deuda después de impuestos} = b (1 - t)$$

Tabla 7.14. Coste de la deuda después de impuestos.

| Años                                    | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Coste endeudamiento (b)                 | 10%  | 17%  | 17%  | 17%  | 17%  | 12%  | 13%  | 23%  | 8%   | 6%   | 5%   |
| Beneficio fiscal (t b)                  | 3%   | 5%   | 6%   | 6%   | 6%   | 4%   | 5%   | 8%   | 3%   | 2%   | 2%   |
| Coste después de impuestos $K_a=b(1-t)$ | 7%   | 12%  | 11%  | 11%  | 11%  | 8%   | 8%   | 15%  | 6%   | 4%   | 3%   |

Fuente: “Banco de España. Central de Balances” y elaboración propia.

El coste de capital o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) lo calculamos como media aritmética ponderada del coste de los fondos propios y la deuda, según la expresión:

$$WACC = (K_p \times w_1) + (K_a \times w_2)$$

donde  $w_1$  y  $w_2$  son los coeficientes de ponderación, esto es, el peso o importancia relativa de cada una de las partidas sobre su suma. Si  $w_1$  es la ponderación de los fondos propios y  $w_2$  la de la deuda:

$$w_1 = \text{Fondos propios} / \text{Capital invertido}$$

$$w_2 = \text{Deuda bruta media} / \text{Capital invertido}$$

siendo el capital invertido exactamente igual a la suma de fondos propios y deuda bruta media.

Como indican Martín y Trujillo, en la determinación del capital invertido es habitual utilizar su valor contable, neto de amortizaciones y pasivos circulantes, por su sencillez y objetividad; sin embargo, esta cifra puede diferir notablemente de su valor de mercado, que resulta más próximo a la cifra de inversión real pero presenta el inconveniente de su cálculo cuando no existe un mercado transparente en el que fijar precios. Respecto al momento del cómputo, la cifra de inversión a considerar puede referirse a principios del ejercicio, a finales o bien emplear el activo promedio, siendo éste último criterio el más extendido.<sup>38</sup>

Para la obtención del capital invertido del sector de las agencias de viajes en España, dado que no existe mercado transparente que proporcione valores de los fondos propios y de la deuda, partimos de las dos consideraciones siguientes:

- La mayoría de la deuda empresarial, no sólo la relativa a agencias de viajes, no se negocia activamente, por lo que su valor de mercado no puede observarse directamente; dado que para las empresas fuertes el valor de mercado de la deuda no se aleja mucho del valor en libros suponemos, como es práctica habitual de directivos y analistas, que para el sector de agencias de viajes el valor de mercado de la deuda coincide con su valor contable medio.<sup>39</sup>
- En segundo lugar, partiendo de la relación “valor de mercado / valor en libros” de las cinco compañías europeas antes mencionadas, y considerando que tal relación se verifica para las empresas de nuestro sector, podemos obtener una estimación del valor de mercado de los fondos propios multiplicando el valor de ese cociente —de media aritmética ponderada de los correspondientes de las cinco compañías— por el valor contable medio de los fondos propios de las agencias de viajes.

Los valores de mercado de los fondos propios y la deuda estimados para las agencias de viajes se muestran en la tabla siguiente:

---

<sup>38</sup> Martín, José Luis y Trujillo, Antonio, op. cit., pp. 184–186.

<sup>39</sup> Brealey, Richard y Myers, Stewart, op. cit., p.377.



Tabla 7.15. Estimación del valor de mercado del capital invertido.

| Años                                  | 1989   | 1990   | 1991 | 1992   | 1993  | 1994   | 1995  | 1996   | 1997  | 1998   | 1999  |
|---------------------------------------|--------|--------|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Recursos Propios (Valor contable)     | 3872   | 4962   | 6649 | 8403   | 10964 | 13896  | 14283 | 15084  | 15196 | 23951  | 17133 |
| Valor de mercado/Valor contable       | 2,23   | 1,39   | 1,44 | 1,53   | 1,73  | 1,9    | 1,67  | 3,17   | 2,96  | 5,83   | 4,72  |
| Recursos Propios (Valor mercado)      | 8635   | 6897   | 9575 | 12857  | 18967 | 26402  | 23853 | 47815  | 44979 | 139634 | 80868 |
| Deuda (Valor contable= Valor mercado) | 2100,5 | 2224,5 | 2544 | 2088,5 | 2338  | 2436,5 | 2421  | 2074,5 | 4010  | 12579  | 10677 |

Fuente: Central de Balances del Banco de España, Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

En definitiva, el coste de capital o WACC a aplicar para la obtención del EVA anual, resulta:

Tabla 7.16. Coste de capital medio ponderado (prima de riesgo del 4%).

| Años                                 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Coste oportunidad fondos propios =Kp | 15%  | 16%  | 15%  | 15%  | 14%  | 12%  | 13%  | 13%  | 10%  | 9%   | 9%   |
| Coste después de impuestos =Ka       | 7%   | 12%  | 11%  | 11%  | 11%  | 8%   | 8%   | 15%  | 6%   | 4%   | 3%   |
| W1= RP / RP + Deudas                 | 0,80 | 0,76 | 0,79 | 0,86 | 0,89 | 0,92 | 0,91 | 0,96 | 0,92 | 0,92 | 0,88 |
| W2= Deudas / RP + Deudas             | 0,20 | 0,24 | 0,21 | 0,14 | 0,11 | 0,08 | 0,09 | 0,04 | 0,08 | 0,08 | 0,12 |
| WACC = (Kp x w1)+ (Ka x w2)          | 14%  | 15%  | 15%  | 15%  | 14%  | 12%  | 13%  | 13%  | 9%   | 9%   | 8%   |

Fuente: Central de Balances del Banco de España, Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

Tabla 7.17. Coste de capital medio ponderado (prima de riesgo del 5.5%).

| Años                                 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Coste oportunidad fondos propios =Kp | 16%  | 17%  | 17%  | 17%  | 16%  | 13%  | 14%  | 14%  | 11%  | 11%  | 10%  |
| Coste después de impuestos =Ka       | 7%   | 12%  | 11%  | 11%  | 11%  | 8%   | 8%   | 15%  | 6%   | 4%   | 3%   |
| W1= RP / RP + Deudas                 | 0,80 | 0,76 | 0,79 | 0,86 | 0,89 | 0,92 | 0,91 | 0,96 | 0,92 | 0,92 | 0,88 |
| W2= Deudas / RP + Deudas             | 0,20 | 0,24 | 0,21 | 0,14 | 0,11 | 0,08 | 0,09 | 0,04 | 0,08 | 0,08 | 0,12 |
| WACC = (Kp x w1)+ (Ka x w2)          | 13%  | 13%  | 13%  | 15%  | 14%  | 12%  | 12%  | 13%  | 10%  | 10%  | 9%   |

Fuente: Central de Balances del Banco de España, Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

## 7.2.2. Rentabilidad de los Activos de Explotación

La tasa de rentabilidad del capital invertido o ROIC (*Return on Invested Capital*) del sector se calcula por cociente entre el beneficio neto de explotación después de impuestos (BAIDI) y el capital invertido (valor contable):

$$ROIC = BAIDI / \text{Capital invertido}$$

siendo

$$BAIDI = (\text{Resultado económico bruto de la explotación} - \text{amortizaciones}) \cdot (1 - t)$$

que incluye los beneficios derivados de las operaciones de la empresa después de impuestos, pero antes de los costes de financiación y de los asientos contables que no sean en efectivo. Conviene resaltar que<sup>40</sup>:

- El BAIDI es un indicador del beneficio de explotación que no se ve afectado por el apalancamiento. En efecto, al no deducirse los costes de financiación, nos permite medir la productividad del capital sin tener en cuenta el método de financiación empleado.
- No considera los asientos contables que no son de efectivo, ya que éstos no afectan al valor; excepción es la amortización, debido a que se considera un verdadero gasto económico: los activos consumidos en el negocio deben ser repuestos antes de que los inversores obtengan un rendimiento sobre su inversión.

Para ser coherente con el BAIDI, al capital se le carga la depreciación acumulada padecida por los activos.

Stewart propone una serie de ajustes en la estimación del BAIDI y del capital invertido para eliminar distorsiones contables —pasando de una contabilidad de devengo a una contabilidad de caja— y obtener, en su opinión, un indicador más realista de la rentabilidad generada para los inversores por las actividades recurrentes del negocio (Tabla 5.1). Sin embargo, no parece que haya consenso en la conveniencia de estos ajustes, para los que se precisa de un mayor desglose de los datos disponibles y un mayor esfuerzo en la elaboración del ROIC que en opinión de algunos autores no se ve compensado con una mayor calidad de la información<sup>41</sup>. Por otra parte, Biddle *et al.* atribuyen la débil correlación que

---

<sup>40</sup> Stewart III, G. Bennett, op. cit., p. 111–112.

<sup>41</sup> Dodd, J. y Chen, S., “EVA: A new panacea”, *B&E Review*, Julio–Septiembre, pp. 26–28.

obtienen entre EVA y el valor al hecho de que la base de datos pública de Stewart no refleja gran parte de los ajustes que el autor aplica<sup>42</sup>.

Hemos optado por simplificar el cálculo, considerando que, si bien es posible ajustar más el resultado con información más detallada, los resultados y conclusiones no variarían de forma significativa.

Como señalan Martín y Trujillo, el problema esencial del enfoque EVA es que compara una variable contable, el ROIC, con otra definida con criterios de mercado, el WACC, cuando lo correcto sería emplear la tasa de rentabilidad o TIR de la inversión, de forma que sólo se acepten aquellos proyectos que generen una tasa interna de rentabilidad (TIR) superior al coste medio ponderado del capital (WACC). La práctica diaria ha llevado a la mayoría de los analistas a utilizar dicha medida contable, que desafortunadamente “es una estimación poco fiable del rendimiento, habida cuenta que tiende a infravalorar la verdadera tasa de rentabilidad (TIR) en los primeros años del proyecto y a sobreestimarla al final de la vida útil de la inversión” por las diferentes políticas de amortización de los activos.<sup>43</sup>

#### Capital.

En el modelo el capital es “una aproximación del valor contable económico de todo el dinero invertido en las actividades de negocios establecidos”<sup>44</sup> y se ha obtenido del balance medio por diferencia entre el activo total y la financiación a corto plazo sin coste. Supone identificar el capital con el activo neto, criterio que está más extendido que el de considerar el activo total<sup>45</sup>.

---

<sup>42</sup> Biddle, G. C., Bowen, R.M. y Wallace, J.S., op. cit., p. 332.

<sup>43</sup> Martín, José Luis y Trujillo, Antonio, op. cit., p. 189.

<sup>44</sup> Stewart III, G. Bennett, op. cit., p. 750.

<sup>45</sup> Amat, Oriol, op. cit., pp. 55–57.

Tabla 7.18. Tasa de rentabilidad del capital invertido.

| Años                                 | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998   | 1999  |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Resultado econ. bruto de explotación | 1.171 | 2.864 | 2.845 | 3.156 | 3.168 | 3.752 | 3.261 | 3.730 | 5.577 | 11.038 | 8290  |
| Amortizaciones                       | 309   | 319   | 379   | 404   | 537   | 717   | 653   | 719   | 656   | 2.067  | 1753  |
| Impuesto de sociedades t             | 248   | 753   | 810   | 910   | 863   | 1.023 | 957   | 1.030 | 1.672 | 3.057  | 2.145 |
| BAIDI                                | 614   | 1.792 | 1.656 | 1.842 | 1.768 | 2.012 | 1.651 | 1.981 | 3.249 | 5.914  | 4.392 |
| Capital Invertido (valor contable)   | 5973  | 7187  | 9193  | 10492 | 13302 | 16333 | 16704 | 17034 | 19206 | 36530  | 27810 |
| ROIC = BAIDI / Capital Invertido     | 10    | 25    | 18    | 18    | 13    | 12    | 10    | 12    | 17    | 16     | 16    |

Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.

### 7.2.3. Evolución del EVA del subsector de agencias de viajes.

Como se ha indicado, el EVA anual responde a la siguiente formulación:

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot Activo\ neto$$

El valor económico añadido por el sector de agencias de viajes es expresado en porcentaje sobre el capital invertido como diferencia entre las dos variables ROIC y WACC:

Tabla 7.19. Evolución del EVA de las agencias de viajes en España (%).

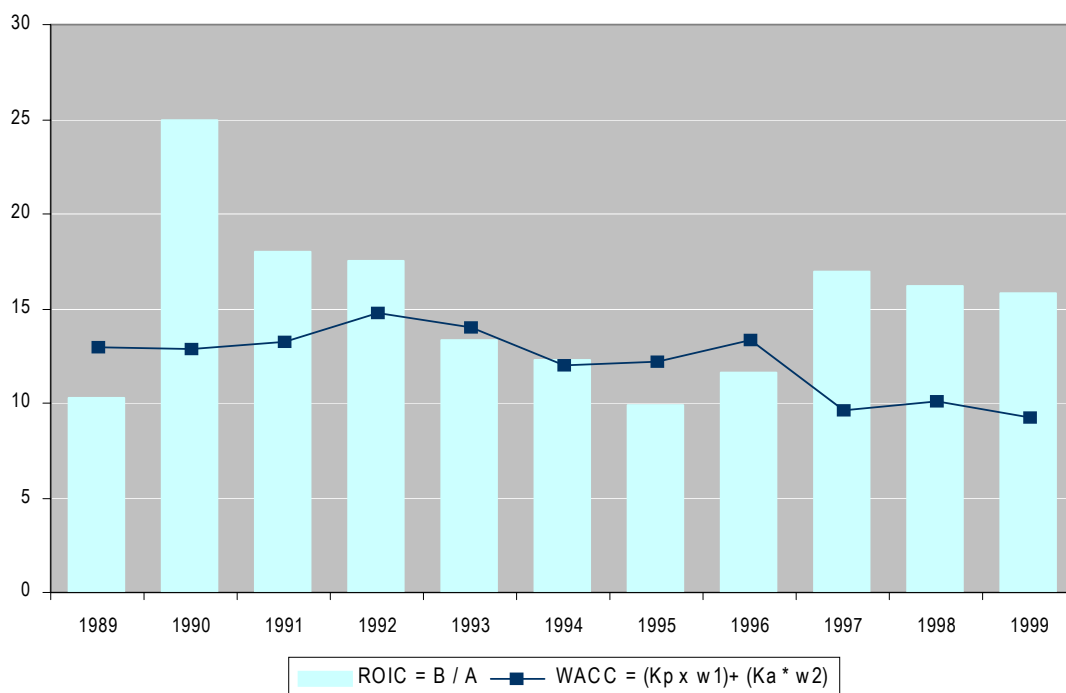
| Años                    | 1989 | 1990 | 1991  | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|-------------------------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ROIC                    | 10   | 25   | 18,01 | 17,6 | 13   | 12   | 10   | 12   | 17   | 16   | 16   |
| WACC (5.5%)             | 13   | 13   | 13    | 15   | 14   | 12   | 12   | 13   | 10   | 10   | 9    |
| WACC (4%)               | 14   | 15   | 15    | 15   | 14   | 12   | 13   | 13   | 9    | 9    | 8    |
| EVA= ROIC - WAAC (5.5%) | -3   | 12   | 5     | 3    | -1   | 0    | -2   | -2   | 7    | 6    | 7    |
| EVA= ROIC - WAAC (4%)   | 10   | 25   | 18    | 17   | 13   | 12   | 10   | 12   | 17   | 16   | 16   |

Fuente: Central de Balances del Banco de España, Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

Los resultados y conclusiones son similares para ambas estimaciones del EVA en cuanto a su evolución. Representamos gráficamente el escenario más desfavorable:



Gráfico 7.1. Evolución del ROIC y el WACC.



Fuente: Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

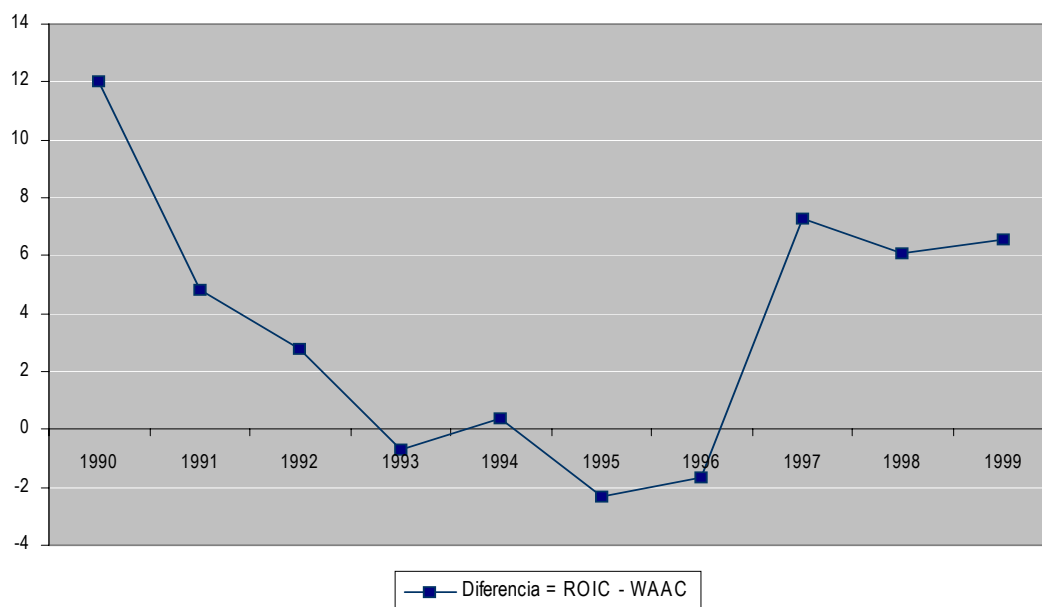
Se observa desde 1990 una tendencia decreciente del ROIC —coincidiendo con una etapa de recesión económica española<sup>46</sup>— hasta 1995, año en que se invierte la tendencia a la par que lo hacen los propios indicadores macroeconómicos. Hemos constatado que el ROIC tuvo una incidencia en la evolución del EVA del 86% —en términos del coeficiente de determinación— superior al WACC, con una capacidad explicativa sobre el EVA del 41%.

En cuanto al coste de capital medio ponderado o WACC, se observa en el periodo estudiado una tendencia decreciente para ambas primas de riesgo, si bien este descenso se intensifica desde 1997, con el consiguiente efecto positivo sobre el EVA. A esta reducción del WACC contribuye la reducción del coste de ambas fuentes de financiación (recursos propios y ajenos con coste), aunque la reducción del coste de los fondos propios tiene un mayor impacto por su mayor ponderación

<sup>46</sup> Fernández Díaz, A., Parejo Gamir, J.A. y Rodríguez Sáiz, Luis, *Política Económica*, McGraw-Hill, Madrid, 1999, p. 437-451.

sobre los recursos totales. En la reducción del WACC han intervenido la caída de rentabilidad del activo libre de riesgo y el apalancamiento del sector.

Gráfico 7.2. Evolución del EVA de las agencias de viajes en España.



Fuente: Central de Balances del Banco de España, Jacques Chahine Finance y elaboración propia.

El Gráfico 7.2 muestra la evolución del EVA del sector de las agencias de viajes en España. Puede observarse una tendencia general decreciente desde 1990 a 1995, con la excepción de 1994, año de importante recuperación de la tasa de crecimiento en entradas de turistas a España, favorecida por la devaluación de la peseta.

Desde 1995 se invierte la tendencia, con una importante recuperación en 1997, año en que proliferaron “un sin fin de alianzas, tanto horizontales —Iberia con British y American, por ejemplo—, verticales —como la de la agencia Carlson Wagonlit con las mayoristas Politours y Soltour— o transversales —especialmente propiciadas por los sistemas de fidelización Travel Club y Turyocio con las agencias transportistas—”<sup>47</sup>. En este año se produce, asimismo, una tendencia a la

<sup>47</sup> De Quesada, Eugenio, “Las agencias de viajes minoristas”, *La actividad turística española en 1997*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), Madrid, 1999, p. 137.

concentración de las ventas, la consolidación de los grupos de gestión y la creciente implantación de los GDS.<sup>48</sup>

A lo largo de la década de los 90, y con especial intensidad en los últimos de años de esta década, el sector llevó a cabo distintas estrategias de concentración, de tipo vertical y horizontal, así como de agrupación en torno a los grupos de gestión comercial. Los resultados obtenidos parecen indicar que el proceso de integración y agrupación está incrementando el valor del sector en términos del EVA.

---

<sup>48</sup> Ibidem, p. 136– 138.

### 7.3. Priorización de Factores de Creación de Valor

Coincidimos con Koller y Mateache en que es importante obtener “una comprensión profunda de las variables o palancas de gestión que realmente crean valor para el negocio”, ya que las empresas no pueden actuar directamente sobre el valor, sino que deben hacerlo sobre elementos en los que pueden influir: los factores clave de valor.<sup>49</sup>

La definición de los generadores de valor puede ayudar a los gestores de las empresas de tres formas<sup>50</sup>:

- Permite comprender cómo se crea y se maximiza el valor.
- Ayuda a priorizar dichos generadores y por tanto a determinar cómo asignar eficientemente los recursos.
- Permite un consenso de todos los miembros de la empresa en torno a la política de prioridades.

Un generador de valor es cualquier variable de gestión que repercute en los resultados del negocio y que afecta, por ello, al valor de la empresa, tal como la eficacia en la producción o la satisfacción de la clientela. Para la medición de estos generadores de valor se utilizan una serie de parámetros denominados indicadores clave de gestión (KPIs, *Key Performance Indicators*) entre los que se mencionan de forma genérica el crecimiento de las ventas, los márgenes de explotación o la rotación del activo.

La definición correcta de los generadores de valor requiere que éstos se encuentren vinculados directamente a la creación de valor para el accionariado y se asienten sobre el consenso de todos los miembros de la organización. Asimismo deben basarse en KPIs financieros y operativos, así como contemplar la gestión operativa y el crecimiento a largo plazo de la empresa. La experiencia sugiere que entre 5 y 10 KPIs proporcionan la perspectiva apropiada de la gestión empresarial, siendo 20 el límite superior.<sup>51</sup>

---

<sup>49</sup> Koller, Tim y Mateache, Pedro, “Impacto y puesta en marcha de una gestión basada en el valor (VBM)”, *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LII, nº 162, diciembre 1997, p. 414.

<sup>50</sup> Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J., op. cit., p.97.

<sup>51</sup> *Ibidem*, pp. 97–99.

El proceso de definición de los generadores de valor tiene tres fases que conforman un proceso fundamentalmente iterativo<sup>52</sup>:

**Identificación:** la primera tarea consiste en identificar los generadores de valor, tarea que debe implicar directamente a los cuadros directivos. En el análisis económico-financiero (Capítulo 6) hemos tratado de identificar qué factores resultan clave en la gestión de las agencias de viajes y por tanto pueden ser valiosos en la creación de valor de estas empresas.

**Jerarquización:** consiste en determinar qué generadores tienen mayor repercusión sobre el valor; el resultado de esta fase es una lista de generadores clave de valor en la que se especifica el potencial asociado a cada uno de ellos. Copeland, Koller y Murrin recomiendan utilizar un modelo de descuento de flujos de caja para analizar en qué medida influyen los cambios de cada uno de los generadores en el valor de la empresa. En el presente trabajo, debido a las características de la información disponible, el criterio de jerarquización ha sido la capacidad explicativa de cada generador de valor respecto al EVA, medida a través del coeficiente de determinación ( $R^2$ ).

**Institucionalización:** los generadores de valor se incorporan en los objetivos y cuadros de mando de la dirección y deben revisarse periódicamente, ya que la jerarquía de generadores puede verse alterada por las condiciones del mercado o la evolución de las actividades de la empresa.

Una vez realizada la identificación de los potenciales generadores de valor, en este Capítulo se contrasta empíricamente la relación entre el EVA y cada uno de los factores considerados en el Capítulo 6. El coeficiente de determinación nos permite jerarquizar los distintos generadores.

---

<sup>52</sup> Ibidem, pp. 99–100.

Los resultados obtenidos se resumen en la Tabla 7.20.

Tabla 7.20. Factores de creación de valor.

|                                      | ORDEN | R2  | r      | p      | N.C. |
|--------------------------------------|-------|-----|--------|--------|------|
| VABcf / gastos personal              | 1     | 75% | 0,832  | < 0,01 | 99%  |
| Rotación                             | 2     | 65% | 0,806  | < 0,01 | 99%  |
| Inmovilizado financiero ( $\Delta$ ) | 3     | 51% | 0,71   | < 0,05 | 95%  |
| Inmovilizado inmaterial ( $\Delta$ ) | 4     | 48% | 0,69   | < 0,05 | 95%  |
| Inmovilizado material ( $\Delta$ )   | 5     | 44% | 0,66   | < 0,10 | 90%  |
| Margen                               | 6     | 40% | 0,632  | < 0,05 | 95%  |
| Apalancamiento                       | 7     | 39% | 0,627  | < 0,10 | 90%  |
| PMC-PMP                              | 8     | 37% | 0,612  | < 0,10 | 90%  |
| Liquidez                             | 9     | 36% | -0,604 | < 0,10 | 90%  |

Fuente: Elaboración propia.

Del análisis histórico efectuado concluimos que las agencias de viajes, en el período estudiado, debieron la evolución favorable de la creación de valor, por orden de importancia, a:

**Mejoras en la productividad del personal:** el coeficiente de correlación, con un valor de 0,83, muestra una relación de dependencia moderadamente fuerte y directa entre el EVA y la productividad del personal, medida esta última a través del cociente entre el valor añadido bruto al coste de los factores y los gastos de personal. En el Capítulo 6, observamos esta mejora por el incremento de la brecha existente entre productividad y gastos de personal por empleado, propiciada por la importante incorporación de nuevas tecnologías en el sector, materializada en la utilización de sistemas de reservas, Internet, etc.

**Mejoras en la rotación:** el coeficiente de correlación, con un valor de 0,8, muestra una relación de dependencia moderadamente fuerte y directa entre el EVA y la rotación, que explica cerca del 65% del comportamiento del EVA, y que está propiciada por el proceso de asociación e integración que se intensifica desde mediados de 1995.

**Inversiones para la transformación de la estructura productiva del sector:** resultan especialmente relevantes las inversiones en inmovilizado financiero que consideramos reflejan la integración del sector, con una capacidad explicativa del 51% y una relación de dependencia directa con el EVA. Las inversiones en inmovilizado inmaterial, que reflejan el esfuerzo inversor en nuevas tecnologías del

sector, poseen una capacidad explicativa del 48% y el mismo signo de dependencia. Por último, las decisiones del inmovilizado material, partida a la que el sector dedica un importante esfuerzo desde mediados de los 90, muestra una capacidad explicativa del 44%.

Evolución del margen: con una importancia menor en la creación de valor, cuantificada en un 40% de capacidad explicativa, resulta una de las variables más amenazadas para el sector, por la importante guerra de precios que viene experimentando, la fuerte competencia que lleva a los proveedores a reducir los márgenes e incluso a tratar de eliminar a las agencias de viajes de la cadena de la distribución turística.

Endeudamiento del sector: el apalancamiento, con un peso cercano al 40% en cuanto a capacidad explicativa, contribuye positivamente a la elevación del valor, efecto que se intensifica especialmente desde 1997, año de más notable incremento del EVA.

Eficiencia en la gestión de las cuentas a cobrar y a pagar: según se desprende de los estados contables analizados, las agencias de viajes presentan dificultades en la gestión de estas cuentas, lo que se refleja en el estrecho o incluso negativo diferencial entre el período medio de cobro a clientes y período medio de pago a proveedores que aparece en la serie de datos analizada. Constatamos que la evolución del diferencial explica la evolución del EVA en un 37%, por lo que resulta de menor importancia respecto a los restantes factores de creación de valor considerados. La correlación entre las variables es positiva, lo que significa que un margen amplio entre ambos períodos contribuye al incremento del valor.

Liquidez: observamos que el EVA aumenta a medida que se ajustan los niveles de liquidez mantenidos por el sector para asegurar su solvencia a corto plazo. Con una capacidad explicativa del 36%, este factor es considerado el de menor importancia.

Otros factores: hemos contrastado, asimismo, el efecto de la caída de la tasa libre de riesgo y del tipo impositivo sobre el EVA, obteniendo una correlación negativa del 0,7 en ambos casos, lo que indicaría una relación de dependencia moderadamente fuerte entre las variables estudiadas.

Como puede observarse, las mayores correlaciones se obtienen para factores que inciden directamente en el ROIC, como la productividad o la rotación, lo que no extraña si tenemos en cuenta que, aplicando el ajuste lineal, el ROIC posee una mayor capacidad explicativa sobre el EVA ( $R^2 = 86\%$ ) que el WACC ( $R^2 = 41\%$ ).

Como conclusión, las agencias de viajes deberán prestar atención en su gestión a estas variables a fin de alcanzar el objetivo último de la creación de valor del sector, si bien no debe descartarse la modificación de esta jerarquía de factores propuesta o la modificación de su composición en función de la evolución de las actividades del sector.

En este Capítulo, realizamos una estimación del EVA anual, con el fin de obtener una relación de generadores de valor para las agencias de viajes, estudiando su evolución en el período 1989-1999.

El análisis evolutivo revela que la creación de valor en el sector, aproximada a través del EVA, es consecuencia de la transformación experimentada por el mismo, debido fundamentalmente al proceso de fusiones, asociaciones e incorporación de nuevas tecnologías.

La contrastación empírica ha permitido conocer las palancas fundamentales que han impulsado la creación de valor en las agencias de viajes, que en orden de importancia son:

- Productividad del personal.
- Rotación.
- Inversiones en inmovilizado financiero.
- Inversiones en inmovilizado inmaterial.
- Inmovilizado material.
- Margen.
- Apalancamiento.
- PMC-PMP.
- Liquidez.



## **PARTE III. CONCLUSIONES**

## 1. Caracterización de la estructura económico-financiera de las agencias de viajes en España.

Desde el punto de vista de las dos grandes masas patrimoniales, activo y pasivo, se observa un predominio claro de la inversión en activo circulante y de la financiación ajena en el período 1983-1999.

Los cambios en la composición del activo inmovilizado reflejan:

- El mayor volumen de recursos destinados a la adquisición de paquetes accionariales de otras empresas del sector turístico.
- La importancia del inmovilizado material, constituido por los locales de las agencias de viajes, elementos de transporte, ordenadores, mobiliario, material y equipos de oficina.
- La evolución e importancia del inmovilizado inmaterial, directamente asociada a la incorporación de nuevas tecnologías en el sector.

Los cambios en la composición en el activo circulante reflejan:

- Cambios en la política crediticia del sector.
- Reducción de los niveles de liquidez.
- Mayor nivel de activos financieros a corto plazo.

En cuanto a la composición del pasivo, cabe destacar:

- El predominio de los recursos ajenos, concretamente de la financiación gratuita proporcionada por los proveedores de los servicios turísticos y la escasa importancia que ha tenido el recurso a la financiación bancaria así como la práctica inexistencia de emisiones de valores negociables para su financiación.
- La tendencia creciente del peso de los recursos propios hasta 1995, año en que se invierte la tendencia por el incremento del endeudamiento del sector.

## 2. Caracterización de la cuenta de resultados de las agencias de viajes en España.

Como consecuencia del carácter eminentemente intermediador así como de actividad de servicios de las agencias de viajes, resultan relevantes las partidas de consumos intermedios y de personal, que absorben cerca del 98% de la producción del sector.

Los consumos intermedios de más incidencia en la cuenta de resultados se registran en la partida de compras netas (pagos a empresas hoteleras, de transporte, etc.) y en la de otros gastos de explotación (alquileres, publicidad, servicios de profesionales independientes y otros servicios).

Las restantes partidas tienen a nivel sectorial una importancia reducida. Cabe notar el reducido peso de los gastos financieros en un sector que acude escasamente a la financiación con coste.

Los márgenes de explotación de estas empresas son muy reducidos.

## 3. Análisis de la creación de valor en las agencias de viajes en España.

Del análisis histórico efectuado concluimos que las agencias de viajes, en el período estudiado, debieron la evolución favorable de la creación de valor, por orden de importancia, a:

- Mejoras en la productividad del personal, propiciada por la revolución en las tecnologías de la información.
- Mejoras en la rotación, propiciada por el proceso de concentración y asociación de sector.
- Inversiones para la transformación de la estructura productiva del sector: resultan especialmente relevantes las inversiones en inmovilizado financiero, que consideramos reflejan la integración del sector, y las inversiones en inmovilizado material e inmaterial, que reflejan el esfuerzo inversor en oficinas, sucursales y nuevas tecnologías del sector.
- Evolución del margen, si bien con una importancia menor en la creación de valor, siendo una de las variables más amenazadas para el sector, por la importante guerra de precios que viene experimentando, la fuerte competencia que lleva a los proveedores a reducir los márgenes e incluso a tratar de eliminar a las agencias de viajes de la cadena de la distribución turística.
- Efecto positivo del endeudamiento del sector, intensificado especialmente desde 1997, año de más notable incremento del EVA.

- Mejora en la eficiencia en la gestión de las cuentas a cobrar y a pagar, cuya mejora en el margen contribuye al incremento del valor.
- Disminución de la liquidez, si bien es considerado el factor de menor importancia.

Por último, la conclusión del análisis es que las agencias de viajes deben prestar atención en su gestión a estas variables si quieren lograr el objetivo último de la creación de valor del sector, si bien son en realidad ellas mismas las que en su quehacer diario deben actualizar esta jerarquía de factores o modificar su composición.

#### 4. Futuras líneas de investigación.

Revisión futura de la relación de generadores de valor propuesta y su jerarquía, considerando los profundos cambios que están operando en el sector de las agencias de viajes.

Análisis de los generadores de valor en otros sectores o empresas.

Estudio exhaustivo y actualizado del proceso de integración y asociación del sector.

**ANEXOS**

## Anexo nº1. Descripción de Touroperadores Europeos.

### First Choice

Es una compañía europea líder en el sector de viaje y ocio, incluye operaciones turísticas especializadas y ordinarias, venta de viajes y negocio de la aviación. La compañía se formó en 1973 y durante muchos años funcionó como Owners Abroad PLC. En 1994 la compañía fue reestructurada y llamada First Choice Holidays plc. A mediados del año 2000, el touroperador británico adquirió el negocio de Viajes Barceló, en una operación valorada en 240,4 millones de euros, además de otros diez operadores turísticos europeos, como IT Travel, Viajes Eurojet y Royal Vacaciones; su política de adquisiciones muestra la pretensión de constituirse en un touroperador paneuropeo con presencia en todo el continente que tras las operaciones más recientes en el 2001 se sitúa en Francia, España, Portugal, Bélgica, Alemania, Holanda, Austria, Suiza e Irlanda del sur.

### Kuoni

Fue fundada en 1906 por Alfred Kuoni, un ciudadano suizo que abrió una oficina en Zurich (Suiza), y en la actualidad es una de las líderes en el sector de organizaciones de viaje. En el año 2000 ocupó el sexto lugar en la industria europea en términos de beneficios y es líder en el mercado suizo. En 1999 intentó, sin éxito, fusionarse con First Choice Holidays. El grupo tiene operaciones de tour y actividades con agencias de viaje en los cinco continentes. En España está presente desde 1973, bajo la denominación "Viajes Kuoni, S.A.." y fuera de su mercado doméstico los principales mercados del grupo, en términos de volumen de ventas, son Reino Unido, Francia y Austria, con un gran crecimiento de Estados Unidos, Grecia y Australia. Hace solamente dos años la mitad de su volumen de ventas se generaba en Suiza, ahora asciende a un 30% por la fuerte presencia de Kuoni en todo el mercado europeo. Su posición aumenta no sólo en Europa, también en los Estados Unidos e India.

### Preussag

Ofrece servicios logísticos y de turismo, explora y vende productos de petróleo y manufactura materiales de construcción. La compañía opera líneas aéreas, agencias de viaje, cruceros y hoteles. Preussag ofrece servicio de mensajería marítimo y en tierra, y almacenaje alrededor del mundo, y transporte.

Mediante múltiples adquisiciones en los últimos años, el grupo Preussag ha crecido hasta llegar a ser un líder en el sector turístico mundial, para consolidar esta nueva posición se hizo necesario crear una nueva marca. En 1998 Preussag adquirió TUI, creada en 1968 y líder en el mercado tras una expansión exitosa en Europa, especialmente en Alemania, Holanda, Bélgica, Suiza, Austria y Polonia. En diciembre de 1999, Preussag que hasta ahora había operado bajo el nombre de Hapag Touristik Union, cambió el nombre por TUI Group, nomenclatura que entró en vigor el 1/1/2000. TUI GROUP es el nombre para todas las inversiones y marcas del grupo Preussag.

## Club Méditerranée

Fue fundado en 1950 como una organización sin ánimo de lucro por Gerard Blitz con el establecimiento del primer pueblo turístico en Alcudia (Baleares). Su objetivo era encontrar el lugar perfecto para la gente que buscaba un respiro después de la posguerra. Blitz combinó con éxito la novedad de un exótico y amigable ambiente con el bajo precio de sencillos alojamientos. El experimento en Alcudia se convirtió en el prototipo para Club Méditerranée. En 1954 Gilbert Trigano se unió a la organización y tres años más tarde el Clubmed se convirtió en Sociedad Anónima. En 1966 Clubmed entró en la Bolsa de París.

En la actualidad opera alojamientos de vacaciones alrededor del mundo. La compañía provee a los clientes con vacaciones con todos los gastos pagados a un precio bastante módico y lo más conocido son sus "vacation villages". Club Méditerranée también gestiona hoteles, cruceros y tours en Europa, África, América, Asia y el océano Índico y Pacífico. La compañía posee 110 agencias de viaje.

## Airtours

Nace en 1972 cuando su fundador, David Crossland compró Pendle Travel Services; un poco después adquirió una segunda agencia de viajes de Albert e Ivy Roberts, que habían registrado la empresa usando sus iniciales, A.I.R. tours, así nació su nombre .

Airtours es un grupo integrado de compañías que opera en el sector de turismo y viajes. La compañía posee y opera una flota de unos 52 aviones, 4 cruceros y aproximadamente 93 alojamientos y posee una cadena de aproximadamente 2600 agencias de viajes. Airtours opera en Reino Unido, Europa, Irlanda y Norte América. Tiene su base en Lancashire y ha conseguido ser uno de los cinco touroperadores más importantes en el Reino Unido. Desde 2002 cambia su denominación a MyTravel Group plc.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Obtenido en: -[www.firstchoice.co.uk](http://www.firstchoice.co.uk),[www.kuoni.co.uk](http://www.kuoni.co.uk), [www.airtours.com](http://www.airtours.com), [www.clubmed.com](http://www.clubmed.com) y [www.preussag.com](http://www.preussag.com)

-Bloomberg Professional

-Kuoni, *Anual Report 1999*, Kuoni, Zurich.

## Anexo nº2. Tablas de Precios y Retornos de los Touroperadores Europeos e Índices Bursátiles.

Tabla A2.1. Compañía Airtours y Footsie-100. Precios y retornos.

| Fechas   | Airtours    |                       | Ft 100 (Gb) |                       |
|----------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/1/89  | 0,2         | 0,04                  | 32,1        | 0,14                  |
| 28/2/89  | 0,2         | -0,04                 | 30,9        | -0,04                 |
| 31/3/89  | 0,2         | 0,00                  | 32,0        | 0,03                  |
| 30/4/89  | 0,2         | 0,12                  | 32,4        | 0,01                  |
| 31/5/89  | 0,2         | -0,05                 | 31,6        | -0,02                 |
| 30/6/89  | 0,2         | -0,03                 | 31,2        | -0,01                 |
| 31/7/89  | 0,2         | 0,03                  | 34,4        | 0,10                  |
| 31/8/89  | 0,2         | -0,04                 | 35,2        | 0,02                  |
| 30/9/89  | 0,2         | -0,04                 | 33,6        | -0,05                 |
| 31/10/89 | 0,2         | -0,11                 | 30,4        | -0,10                 |
| 30/11/89 | 0,2         | 0,02                  | 31,2        | 0,03                  |
| 31/12/89 | 0,2         | -0,07                 | 32,6        | 0,04                  |
| 31/1/90  | 0,2         | 0,01                  | 32,7        | 0,001                 |
| 28/2/90  | 0,2         | 0,03                  | 31,6        | -0,03                 |
| 31/3/90  | 0,2         | -0,03                 | 30,5        | -0,03                 |
| 30/4/90  | 0,2         | 0,02                  | 28,3        | -0,08                 |
| 31/5/90  | 0,2         | 0,09                  | 32,7        | 0,14                  |
| 30/6/90  | 0,2         | -0,01                 | 33,7        | 0,03                  |
| 31/7/90  | 0,2         | -0,08                 | 33,2        | -0,02                 |
| 31/8/90  | 0,1         | -0,12                 | 31,0        | -0,07                 |
| 30/9/90  | 0,1         | -0,10                 | 28,5        | -0,08                 |
| 31/10/90 | 0,2         | 0,14                  | 29,6        | 0,04                  |
| 30/11/90 | 0,2         | 0,09                  | 30,3        | 0,02                  |
| 31/12/90 | 0,2         | 0,18                  | 30,2        | 0,00                  |
| 31/1/91  | 0,2         | -0,09                 | 30,8        | 0,02                  |
| 28/2/91  | 0,2         | 0,08                  | 33,9        | 0,10                  |
| 31/3/91  | 0,4         | 0,71                  | 35,3        | 0,04                  |
| 30/4/91  | 0,5         | 0,25                  | 35,4        | 0,00                  |
| 31/5/91  | 0,5         | 0,01                  | 36,1        | 0,02                  |
| 30/6/91  | 0,5         | -0,01                 | 34,4        | -0,05                 |
| 31/7/91  | 0,6         | 0,22                  | 37,3        | 0,08                  |
| 31/8/91  | 0,7         | 0,12                  | 38,0        | 0,02                  |
| 30/9/91  | 0,9         | 0,22                  | 37,3        | -0,02                 |
| 31/10/91 | 1,0         | 0,05                  | 36,9        | -0,01                 |
| 30/11/91 | 1,1         | 0,11                  | 34,0        | -0,08                 |
| 31/12/91 | 1,0         | -0,02                 | 35,1        | 0,03                  |
| 31/1/92  | 1,1         | 0,03                  | 36,3        | 0,03                  |
| 29/2/92  | 1,2         | 0,14                  | 36,0        | -0,01                 |
| 31/3/92  | 1,2         | -0,03                 | 34,4        | -0,04                 |
| 30/4/92  | 1,6         | 0,26                  | 37,6        | 0,09                  |
| 31/5/92  | 1,4         | -0,09                 | 38,6        | 0,02                  |
| 30/6/92  | 1,2         | -0,19                 | 35,4        | -0,08                 |



| Fechas   | Airtours    |                       | Ft 100 (Gb) |                       |
|----------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/7/92  | 1,1         | -0,06                 | 33,5        | -0,06                 |
| 31/8/92  | 0,8         | -0,29                 | 31,5        | -0,06                 |
| 30/9/92  | 1,0         | 0,22                  | 32,6        | 0,03                  |
| 31/10/92 | 0,9         | -0,16                 | 32,5        | 0,00                  |
| 30/11/92 | 1,1         | 0,19                  | 34,4        | 0,06                  |
| 31/12/92 | 1,2         | 0,15                  | 35,6        | 0,04                  |
| 31/1/93  | 1,2         | -0,04                 | 34,3        | -0,04                 |
| 28/2/93  | 1,2         | 0,03                  | 34,8        | 0,02                  |
| 31/3/93  | 1,2         | 0,01                  | 36,3        | 0,04                  |
| 30/4/93  | 1,2         | -0,04                 | 35,5        | -0,02                 |
| 31/5/93  | 1,2         | 0,03                  | 35,8        | 0,01                  |
| 30/6/93  | 1,5         | 0,18                  | 37,8        | 0,06                  |
| 31/7/93  | 1,6         | 0,09                  | 39,2        | 0,04                  |
| 31/8/93  | 1,8         | 0,09                  | 40,3        | 0,03                  |
| 30/9/93  | 1,7         | -0,04                 | 38,5        | -0,04                 |
| 31/10/93 | 2,0         | 0,14                  | 41,5        | 0,07                  |
| 30/11/93 | 1,9         | -0,03                 | 42,1        | 0,01                  |
| 31/12/93 | 2,1         | 0,12                  | 45,1        | 0,07                  |
| 31/1/94  | 2,5         | 0,16                  | 47,4        | 0,05                  |
| 28/2/94  | 2,3         | -0,07                 | 44,0        | -0,07                 |
| 31/3/94  | 2,1         | -0,11                 | 39,9        | -0,10                 |
| 30/4/94  | 1,9         | -0,12                 | 40,7        | 0,02                  |
| 31/5/94  | 2,1         | 0,12                  | 38,4        | -0,06                 |
| 30/6/94  | 2,0         | -0,05                 | 38,4        | 0,00                  |
| 31/7/94  | 2,1         | 0,03                  | 40,5        | 0,05                  |
| 31/8/94  | 1,9         | -0,06                 | 41,4        | 0,02                  |
| 30/9/94  | 1,9         | 0,00                  | 39,0        | -0,06                 |
| 31/10/94 | 1,8         | -0,07                 | 39,9        | 0,02                  |
| 30/11/94 | 1,9         | 0,06                  | 39,6        | -0,01                 |
| 31/12/94 | 1,8         | -0,04                 | 39,0        | -0,01                 |
| 31/1/95  | 1,9         | 0,02                  | 38,3        | -0,02                 |
| 28/2/95  | 1,7         | -0,07                 | 37,6        | -0,02                 |
| 31/3/95  | 1,7         | -0,01                 | 38,2        | 0,02                  |
| 30/4/95  | 1,7         | -0,01                 | 39,2        | 0,03                  |
| 31/5/95  | 1,8         | 0,05                  | 40,4        | 0,03                  |
| 30/6/95  | 1,6         | -0,11                 | 39,5        | -0,02                 |
| 31/7/95  | 1,6         | -0,04                 | 41,7        | 0,05                  |
| 31/8/95  | 1,5         | -0,05                 | 42,0        | 0,01                  |
| 30/9/95  | 1,6         | 0,05                  | 42,9        | 0,02                  |
| 31/10/95 | 1,3         | -0,15                 | 42,9        | 0,00                  |
| 30/11/95 | 1,2         | -0,07                 | 44,2        | 0,03                  |
| 31/12/95 | 1,5         | 0,19                  | 45,1        | 0,02                  |
| 31/1/96  | 1,8         | 0,16                  | 46,2        | 0,02                  |
| 29/2/96  | 1,8         | 0,05                  | 45,7        | -0,01                 |
| 31/3/96  | 1,9         | 0,00                  | 44,6        | -0,02                 |
| 30/4/96  | 2,2         | 0,15                  | 47,1        | 0,06                  |
| 31/5/96  | 2,1         | -0,01                 | 46,5        | -0,01                 |

| Fechas   | Airtours    |                       | Ft 100 (Gb) |                       |
|----------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 30/6/96  | 2,1         | 0,00                  | 46,6        | 0,00                  |
| 31/7/96  | 2,1         | -0,02                 | 45,3        | -0,03                 |
| 31/8/96  | 2,5         | 0,16                  | 47,5        | 0,05                  |
| 30/9/96  | 2,5         | 0,02                  | 49,4        | 0,04                  |
| 31/10/96 | 2,8         | 0,12                  | 51,6        | 0,04                  |
| 30/11/96 | 3,0         | 0,07                  | 54,8        | 0,06                  |
| 31/12/96 | 3,7         | 0,21                  | 56,6        | 0,03                  |
| 31/1/97  | 4,0         | 0,07                  | 58,5        | 0,03                  |
| 28/2/97  | 4,8         | 0,18                  | 61,5        | 0,05                  |
| 31/3/97  | 4,6         | -0,03                 | 61,0        | -0,01                 |
| 30/4/97  | 4,4         | -0,06                 | 63,4        | 0,04                  |
| 31/5/97  | 5,2         | 0,18                  | 66,5        | 0,05                  |
| 30/6/97  | 5,7         | 0,09                  | 68,1        | 0,02                  |
| 31/7/97  | 6,0         | 0,04                  | 75,0        | 0,10                  |
| 31/8/97  | 5,8         | -0,02                 | 71,5        | -0,05                 |
| 30/9/97  | 5,1         | -0,14                 | 76,0        | 0,06                  |
| 31/10/97 | 5,8         | 0,12                  | 70,7        | -0,07                 |
| 30/11/97 | 5,9         | 0,03                  | 72,9        | 0,03                  |
| 31/12/97 | 6,1         | 0,03                  | 76,6        | 0,05                  |
| 31/1/98  | 6,5         | 0,06                  | 82,9        | 0,08                  |
| 28/2/98  | 6,9         | 0,06                  | 86,8        | 0,05                  |
| 31/3/98  | 7,7         | 0,12                  | 91,8        | 0,06                  |
| 30/4/98  | 7,9         | 0,03                  | 89,7        | -0,02                 |
| 31/5/98  | 6,8         | -0,15                 | 87,3        | -0,03                 |
| 30/6/98  | 6,9         | 0,01                  | 88,8        | 0,02                  |
| 31/7/98  | 6,4         | -0,06                 | 86,2        | -0,03                 |
| 31/8/98  | 5,3         | -0,19                 | 77,4        | -0,11                 |
| 30/9/98  | 5,1         | -0,05                 | 73,0        | -0,06                 |
| 31/10/98 | 4,8         | -0,06                 | 76,5        | 0,05                  |
| 30/11/98 | 5,9         | 0,20                  | 81,8        | 0,07                  |
| 31/12/98 | 5,5         | -0,07                 | 83,9        | 0,03                  |
| 31/1/99  | 5,3         | -0,04                 | 85,3        | 0,02                  |
| 28/2/99  | 7,0         | 0,28                  | 90,3        | 0,06                  |
| 31/3/99  | 6,8         | -0,03                 | 94,0        | 0,04                  |
| 30/4/99  | 6,6         | -0,03                 | 99,8        | 0,06                  |
| 31/5/99  | 7,9         | 0,18                  | 95,8        | -0,04                 |
| 30/6/99  | 7,7         | -0,02                 | 96,6        | 0,01                  |
| 31/7/99  | 7,3         | -0,06                 | 94,5        | -0,02                 |
| 31/8/99  | 6,5         | -0,11                 | 93,7        | -0,01                 |
| 30/9/99  | 6,0         | -0,08                 | 92,9        | -0,01                 |
| 31/10/99 | 5,1         | -0,16                 | 97,6        | 0,05                  |
| 30/11/99 | 6,7         | 0,28                  | 104,4       | 0,07                  |
| 31/12/99 | 6,1         | -0,09                 | 111,2       | 0,06                  |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia

Tabla A2.2. Compañía First Choice Holiday y Footsie-100. Precios y retornos.

| Fechas   | First Choice Holiday |                       | Ft 100 (Gb) |                       |
|----------|----------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€)          | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/1/89  | 1,1                  | -0,01                 | 32,1        | 0,14                  |
| 28/2/89  | 1,0                  | -0,03                 | 30,9        | -0,04                 |
| 31/3/89  | 1,0                  | -0,02                 | 32,0        | 0,03                  |
| 30/4/89  | 1,0                  | 0,01                  | 32,4        | 0,01                  |
| 31/5/89  | 1,0                  | -0,09                 | 31,6        | -0,02                 |
| 30/6/89  | 1,0                  | 0,00                  | 31,2        | -0,01                 |
| 31/7/89  | 0,9                  | -0,01                 | 34,4        | 0,10                  |
| 31/8/89  | 0,9                  | -0,08                 | 35,2        | 0,02                  |
| 30/9/89  | 0,9                  | -0,01                 | 33,6        | -0,05                 |
| 31/10/89 | 0,7                  | -0,26                 | 30,4        | -0,10                 |
| 30/11/89 | 0,6                  | -0,15                 | 31,2        | 0,03                  |
| 31/12/89 | 0,6                  | -0,04                 | 32,6        | 0,04                  |
| 31/1/90  | 0,7                  | 0,22                  | 32,7        | 0,00                  |
| 28/2/90  | 0,7                  | 0,03                  | 31,6        | -0,03                 |
| 31/3/90  | 0,6                  | -0,17                 | 30,5        | -0,03                 |
| 30/4/90  | 0,6                  | 0,03                  | 28,3        | -0,07                 |
| 31/5/90  | 0,7                  | 0,08                  | 32,7        | 0,14                  |
| 30/6/90  | 0,7                  | 0,01                  | 33,7        | 0,03                  |
| 31/7/90  | 0,7                  | 0,05                  | 33,2        | -0,02                 |
| 31/8/90  | 0,7                  | -0,01                 | 31,0        | -0,07                 |
| 30/9/90  | 0,6                  | -0,19                 | 28,5        | -0,08                 |
| 31/10/90 | 0,5                  | -0,13                 | 29,6        | 0,04                  |
| 30/11/90 | 0,5                  | 0,01                  | 30,3        | 0,02                  |
| 31/12/90 | 0,6                  | 0,21                  | 30,2        | 0,00                  |
| 31/1/91  | 0,5                  | -0,28                 | 30,8        | 0,02                  |
| 28/2/91  | 0,6                  | 0,15                  | 33,9        | 0,10                  |
| 31/3/91  | 0,9                  | 0,42                  | 35,3        | 0,04                  |
| 30/4/91  | 1,0                  | 0,20                  | 35,4        | 0,00                  |
| 31/5/91  | 1,1                  | 0,08                  | 36,1        | 0,02                  |
| 30/6/91  | 1,1                  | 0,01                  | 34,4        | -0,05                 |
| 31/7/91  | 1,3                  | 0,09                  | 37,3        | 0,08                  |
| 31/8/91  | 1,4                  | 0,08                  | 38,0        | 0,02                  |
| 30/9/91  | 1,4                  | 0,06                  | 37,3        | -0,02                 |
| 31/10/91 | 1,5                  | 0,06                  | 36,9        | -0,01                 |
| 30/11/91 | 1,5                  | -0,01                 | 34,0        | -0,08                 |
| 31/12/91 | 1,4                  | -0,08                 | 35,1        | 0,03                  |
| 31/1/92  | 1,4                  | 0,01                  | 36,3        | 0,03                  |
| 29/2/92  | 1,6                  | 0,08                  | 36,0        | -0,01                 |
| 31/3/92  | 1,4                  | -0,13                 | 34,4        | -0,04                 |
| 30/4/92  | 1,4                  | 0,00                  | 37,6        | 0,09                  |
| 31/5/92  | 1,3                  | -0,06                 | 38,6        | 0,02                  |
| 30/6/92  | 1,0                  | -0,25                 | 35,4        | -0,08                 |
| 31/7/92  | 1,0                  | 0,01                  | 33,5        | -0,06                 |
| 31/8/92  | 0,8                  | -0,28                 | 31,5        | -0,06                 |

| Fechas   | First Choice Holiday |                       | Ft 100 (Gb) |                       |
|----------|----------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€)          | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 30/9/92  | 0,7                  | -0,02                 | 32,6        | 0,03                  |
| 31/10/92 | 0,8                  | 0,12                  | 32,5        | 0,00                  |
| 30/11/92 | 0,8                  | -0,08                 | 34,4        | 0,06                  |
| 31/12/92 | 1,1                  | 0,36                  | 35,6        | 0,04                  |
| 31/1/93  | 1,3                  | 0,15                  | 34,3        | -0,04                 |
| 28/2/93  | 1,5                  | 0,12                  | 34,8        | 0,02                  |
| 31/3/93  | 1,4                  | -0,02                 | 36,3        | 0,04                  |
| 30/4/93  | 1,2                  | -0,15                 | 35,5        | -0,02                 |
| 31/5/93  | 1,1                  | -0,09                 | 35,8        | 0,01                  |
| 30/6/93  | 1,2                  | 0,08                  | 37,8        | 0,06                  |
| 31/7/93  | 0,8                  | -0,48                 | 39,2        | 0,04                  |
| 31/8/93  | 1,0                  | 0,27                  | 40,3        | 0,03                  |
| 30/9/93  | 0,9                  | -0,08                 | 38,5        | -0,04                 |
| 31/10/93 | 1,1                  | 0,14                  | 41,5        | 0,07                  |
| 30/11/93 | 0,9                  | -0,14                 | 42,1        | 0,01                  |
| 31/12/93 | 1,0                  | 0,07                  | 45,1        | 0,07                  |
| 31/1/94  | 1,3                  | 0,25                  | 47,4        | 0,05                  |
| 28/2/94  | 1,5                  | 0,16                  | 44,0        | -0,07                 |
| 31/3/94  | 1,4                  | -0,03                 | 39,9        | -0,10                 |
| 30/4/94  | 1,5                  | 0,03                  | 40,7        | 0,02                  |
| 31/5/94  | 1,4                  | -0,07                 | 38,4        | -0,06                 |
| 30/6/94  | 1,1                  | -0,23                 | 38,4        | 0,00                  |
| 31/7/94  | 1,2                  | 0,10                  | 40,5        | 0,05                  |
| 31/8/94  | 1,2                  | 0,00                  | 41,4        | 0,02                  |
| 30/9/94  | 1,5                  | 0,19                  | 39,0        | -0,06                 |
| 31/10/94 | 1,4                  | -0,08                 | 39,9        | 0,02                  |
| 30/11/94 | 1,4                  | 0,03                  | 39,6        | -0,01                 |
| 31/12/94 | 1,3                  | -0,06                 | 39,0        | -0,01                 |
| 31/1/95  | 1,4                  | 0,05                  | 38,3        | -0,02                 |
| 28/2/95  | 1,2                  | -0,13                 | 37,6        | -0,02                 |
| 31/3/95  | 1,2                  | -0,01                 | 38,2        | 0,02                  |
| 30/4/95  | 1,3                  | 0,08                  | 39,2        | 0,03                  |
| 31/5/95  | 1,4                  | 0,05                  | 40,4        | 0,03                  |
| 30/6/95  | 1,1                  | -0,19                 | 39,5        | -0,02                 |
| 31/7/95  | 1,1                  | -0,07                 | 41,7        | 0,05                  |
| 31/8/95  | 1,0                  | -0,02                 | 42,0        | 0,01                  |
| 30/9/95  | 1,0                  | -0,05                 | 42,9        | 0,02                  |
| 31/10/95 | 0,8                  | -0,23                 | 42,9        | 0,00                  |
| 30/11/95 | 0,7                  | -0,14                 | 44,2        | 0,03                  |
| 31/12/95 | 0,8                  | 0,17                  | 45,1        | 0,02                  |
| 31/1/96  | 0,8                  | 0,03                  | 46,2        | 0,02                  |
| 29/2/96  | 0,8                  | -0,06                 | 45,7        | -0,01                 |
| 31/3/96  | 0,8                  | 0,00                  | 44,6        | -0,02                 |
| 30/4/96  | 0,9                  | 0,17                  | 47,1        | 0,06                  |
| 31/5/96  | 0,9                  | -0,01                 | 46,5        | -0,01                 |
| 30/6/96  | 0,9                  | 0,01                  | 46,6        | 0,00                  |
| 31/7/96  | 0,7                  | -0,29                 | 45,3        | -0,03                 |

| Fechas   | First Choice Holiday |                       | Ft 100 (Gb) |                       |
|----------|----------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€)          | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/8/96  | 0,8                  | 0,11                  | 47,5        | 0,05                  |
| 30/9/96  | 0,7                  | -0,09                 | 49,4        | 0,04                  |
| 31/10/96 | 0,7                  | 0,04                  | 51,6        | 0,04                  |
| 30/11/96 | 0,8                  | 0,02                  | 54,8        | 0,06                  |
| 31/12/96 | 1,0                  | 0,26                  | 56,6        | 0,03                  |
| 31/1/97  | 1,2                  | 0,20                  | 58,5        | 0,03                  |
| 28/2/97  | 1,4                  | 0,13                  | 61,5        | 0,05                  |
| 31/3/97  | 1,4                  | 0,00                  | 61,0        | -0,01                 |
| 30/4/97  | 1,5                  | 0,09                  | 63,4        | 0,04                  |
| 31/5/97  | 1,5                  | 0,01                  | 66,5        | 0,05                  |
| 30/6/97  | 1,3                  | -0,14                 | 68,1        | 0,02                  |
| 31/7/97  | 1,5                  | 0,12                  | 75,0        | 0,10                  |
| 31/8/97  | 1,3                  | -0,10                 | 71,5        | -0,05                 |
| 30/9/97  | 1,3                  | 0,01                  | 76,0        | 0,06                  |
| 31/10/97 | 1,2                  | -0,10                 | 70,7        | -0,07                 |
| 30/11/97 | 1,2                  | 0,00                  | 72,9        | 0,03                  |
| 31/12/97 | 1,4                  | 0,16                  | 76,6        | 0,05                  |
| 31/1/98  | 1,7                  | 0,17                  | 82,9        | 0,08                  |
| 28/2/98  | 2,0                  | 0,15                  | 86,8        | 0,05                  |
| 31/3/98  | 2,6                  | 0,26                  | 91,8        | 0,06                  |
| 30/4/98  | 2,3                  | -0,12                 | 89,7        | -0,02                 |
| 31/5/98  | 2,2                  | -0,05                 | 87,3        | -0,03                 |
| 30/6/98  | 2,3                  | 0,05                  | 88,8        | 0,02                  |
| 31/7/98  | 2,1                  | -0,06                 | 86,2        | -0,03                 |
| 31/8/98  | 1,6                  | -0,27                 | 77,4        | -0,11                 |
| 30/9/98  | 1,4                  | -0,12                 | 73,0        | -0,06                 |
| 31/10/98 | 1,4                  | -0,01                 | 76,5        | 0,05                  |
| 30/11/98 | 1,4                  | 0,00                  | 81,8        | 0,07                  |
| 31/12/98 | 1,7                  | 0,20                  | 83,9        | 0,03                  |
| 31/1/99  | 1,8                  | 0,05                  | 85,3        | 0,02                  |
| 28/2/99  | 2,3                  | 0,21                  | 90,3        | 0,06                  |
| 31/3/99  | 2,7                  | 0,18                  | 94,0        | 0,04                  |
| 30/4/99  | 2,9                  | 0,07                  | 99,8        | 0,06                  |
| 31/5/99  | 3,7                  | 0,25                  | 95,8        | -0,04                 |
| 30/6/99  | 2,9                  | -0,24                 | 96,6        | 0,01                  |
| 31/7/99  | 2,9                  | 0,00                  | 94,5        | -0,02                 |
| 31/8/99  | 2,7                  | -0,08                 | 93,7        | -0,01                 |
| 30/9/99  | 2,2                  | -0,21                 | 92,9        | -0,01                 |
| 31/10/99 | 1,8                  | -0,19                 | 97,6        | 0,05                  |
| 30/11/99 | 2,1                  | 0,13                  | 104,4       | 0,07                  |
| 31/12/99 | 2,1                  | 0,00                  | 111,2       | 0,06                  |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia

Tabla A2.3. Compañía Club Méditerranée y Cac 40 (Fr). Precios y retornos.

| Fechas   | Club Méditerranée |                          | Cac 40 (Fr)    |                          |
|----------|-------------------|--------------------------|----------------|--------------------------|
|          | Precios<br>(€)    | Retornos<br>LN (Pt+1/Pt) | Precios<br>(€) | Retornos<br>LN (Pt+1/Pt) |
| 31/1/89  | 78                | 0,05                     | 1.531          | 0,11                     |
| 28/2/89  | 68                | -0,13                    | 1.467          | -0,04                    |
| 31/3/89  | 76                | 0,11                     | 1.535          | 0,04                     |
| 30/4/89  | 79                | 0,04                     | 1.568          | 0,02                     |
| 31/5/89  | 88                | 0,10                     | 1.611          | 0,03                     |
| 30/6/89  | 88                | 0,00                     | 1.612          | 0,00                     |
| 31/7/89  | 90                | 0,03                     | 1.694          | 0,05                     |
| 31/8/89  | 92                | 0,02                     | 1.760          | 0,04                     |
| 30/9/89  | 88                | -0,04                    | 1.784          | 0,01                     |
| 31/10/89 | 80                | -0,09                    | 1.712          | -0,04                    |
| 30/11/89 | 76                | -0,05                    | 1.784          | 0,04                     |
| 31/12/89 | 98                | 0,24                     | 1.894          | 0,06                     |
| 31/1/90  | 98                | 0,01                     | 1.788          | -0,06                    |
| 28/2/90  | 92                | -0,07                    | 1.753          | -0,02                    |
| 31/3/90  | 90                | -0,02                    | 1.880          | 0,07                     |
| 30/4/90  | 94                | 0,03                     | 1.956          | 0,04                     |
| 31/5/90  | 91                | -0,03                    | 1.997          | 0,02                     |
| 30/6/90  | 87                | -0,04                    | 1.927          | -0,04                    |
| 31/7/90  | 86                | -0,01                    | 1.862          | -0,03                    |
| 31/8/90  | 64                | -0,30                    | 1.606          | -0,15                    |
| 30/9/90  | 56                | -0,13                    | 1.420          | -0,12                    |
| 31/10/90 | 62                | 0,10                     | 1.563          | 0,10                     |
| 30/11/90 | 60                | -0,02                    | 1.519          | -0,03                    |
| 31/12/90 | 61                | 0,01                     | 1.424          | -0,06                    |
| 31/1/91  | 57                | -0,08                    | 1.489          | 0,04                     |
| 28/2/91  | 68                | 0,18                     | 1.651          | 0,10                     |
| 31/3/91  | 70                | 0,04                     | 1.706          | 0,03                     |
| 30/4/91  | 64                | -0,10                    | 1.677          | -0,02                    |
| 31/5/91  | 62                | -0,02                    | 1.751          | 0,04                     |
| 30/6/91  | 66                | 0,06                     | 1.647          | -0,06                    |
| 31/7/91  | 59                | -0,11                    | 1.649          | 0,00                     |
| 31/8/91  | 62                | 0,05                     | 1.753          | 0,06                     |
| 30/9/91  | 66                | 0,05                     | 1.770          | 0,01                     |
| 31/10/91 | 59                | -0,11                    | 1.744          | -0,01                    |
| 30/11/91 | 56                | -0,05                    | 1.642          | -0,06                    |
| 31/12/91 | 58                | 0,03                     | 1.667          | 0,02                     |
| 31/1/92  | 67                | 0,14                     | 1.776          | 0,06                     |
| 29/2/92  | 75                | 0,11                     | 1.871          | 0,05                     |
| 31/3/92  | 77                | 0,02                     | 1.839          | -0,02                    |
| 30/4/92  | 77                | 0,01                     | 1.926          | 0,05                     |
| 31/5/92  | 75                | -0,03                    | 1.932          | 0,00                     |
| 30/6/92  | 68                | -0,10                    | 1.811          | -0,06                    |
| 31/7/92  | 61                | -0,10                    | 1.669          | -0,08                    |
| 31/8/92  | 60                | -0,02                    | 1.597          | -0,04                    |

| Fechas   | Club Méditerranée |                       | Cac 40 (Fr) |                       |
|----------|-------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€)       | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 30/9/92  | 51                | -0,15                 | 1.708       | 0,07                  |
| 31/10/92 | 55                | 0,06                  | 1.709       | 0,00                  |
| 30/11/92 | 49                | -0,10                 | 1.753       | 0,03                  |
| 31/12/92 | 56                | 0,12                  | 1.826       | 0,04                  |
| 31/1/93  | 59                | 0,06                  | 1.747       | -0,04                 |
| 28/2/93  | 64                | 0,07                  | 1.980       | 0,12                  |
| 31/3/93  | 59                | -0,07                 | 2.032       | 0,03                  |
| 30/4/93  | 54                | -0,09                 | 1.895       | -0,07                 |
| 31/5/93  | 51                | -0,05                 | 1.845       | -0,03                 |
| 30/6/93  | 52                | 0,01                  | 1.934       | 0,05                  |
| 31/7/93  | 60                | 0,14                  | 2.053       | 0,06                  |
| 31/8/93  | 63                | 0,05                  | 2.159       | 0,05                  |
| 30/9/93  | 54                | -0,15                 | 2.069       | -0,04                 |
| 31/10/93 | 50                | -0,08                 | 2.126       | 0,03                  |
| 30/11/93 | 47                | -0,07                 | 2.077       | -0,02                 |
| 31/12/93 | 52                | 0,11                  | 2.253       | 0,08                  |
| 31/1/94  | 55                | 0,05                  | 2.328       | 0,03                  |
| 28/2/94  | 56                | 0,02                  | 2.230       | -0,04                 |
| 31/3/94  | 61                | 0,08                  | 2.071       | -0,07                 |
| 30/4/94  | 61                | 0,01                  | 2.157       | 0,04                  |
| 31/5/94  | 62                | 0,01                  | 2.020       | -0,07                 |
| 30/6/94  | 59                | -0,05                 | 1.951       | -0,04                 |
| 31/7/94  | 64                | 0,09                  | 2.147       | 0,10                  |
| 31/8/94  | 65                | 0,02                  | 2.077       | -0,03                 |
| 30/9/94  | 69                | 0,05                  | 1.891       | -0,09                 |
| 31/10/94 | 66                | -0,05                 | 1.910       | 0,01                  |
| 30/11/94 | 67                | 0,02                  | 1.976       | 0,03                  |
| 31/12/94 | 65                | -0,03                 | 1.880       | -0,05                 |
| 31/1/95  | 61                | -0,06                 | 1.800       | -0,04                 |
| 28/2/95  | 62                | 0,02                  | 1.783       | -0,01                 |
| 31/3/95  | 70                | 0,11                  | 1.914       | 0,07                  |
| 30/4/95  | 74                | 0,07                  | 1.936       | 0,01                  |
| 31/5/95  | 77                | 0,04                  | 1.970       | 0,02                  |
| 30/6/95  | 75                | -0,03                 | 1.887       | -0,04                 |
| 31/7/95  | 75                | 0,01                  | 1.967       | 0,04                  |
| 31/8/95  | 74                | -0,02                 | 1.919       | -0,02                 |
| 30/9/95  | 73                | -0,01                 | 1.838       | -0,04                 |
| 31/10/95 | 59                | -0,21                 | 1.869       | 0,02                  |
| 30/11/95 | 62                | 0,05                  | 1.880       | 0,01                  |
| 31/12/95 | 61                | -0,01                 | 1.958       | 0,04                  |
| 31/1/96  | 72                | 0,16                  | 2.103       | 0,07                  |
| 29/2/96  | 73                | 0,01                  | 2.060       | -0,02                 |
| 31/3/96  | 76                | 0,05                  | 2.121       | 0,03                  |
| 30/4/96  | 76                | 0,00                  | 2.216       | 0,04                  |
| 31/5/96  | 74                | -0,02                 | 2.169       | -0,02                 |
| 30/6/96  | 71                | -0,04                 | 2.180       | 0,01                  |
| 31/7/96  | 62                | -0,13                 | 2.051       | -0,06                 |

| Fechas   | Club Méditerranée |                       | Cac 40 (Fr) |                       |
|----------|-------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€)       | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/8/96  | 58                | -0,07                 | 2.008       | -0,02                 |
| 30/9/96  | 56                | -0,03                 | 2.168       | 0,08                  |
| 31/10/96 | 49                | -0,14                 | 2.169       | 0,00                  |
| 30/11/96 | 49                | 0,01                  | 2.319       | 0,07                  |
| 31/12/96 | 51                | 0,03                  | 2.334       | 0,01                  |
| 31/1/97  | 55                | 0,09                  | 2.531       | 0,08                  |
| 28/2/97  | 66                | 0,17                  | 2.615       | 0,03                  |
| 31/3/97  | 66                | 0,01                  | 2.660       | 0,02                  |
| 30/4/97  | 68                | 0,02                  | 2.642       | -0,01                 |
| 31/5/97  | 61                | -0,11                 | 2.579       | -0,02                 |
| 30/6/97  | 62                | 0,02                  | 2.830       | 0,09                  |
| 31/7/97  | 74                | 0,18                  | 3.037       | 0,07                  |
| 31/8/97  | 72                | -0,02                 | 2.752       | -0,10                 |
| 30/9/97  | 74                | 0,02                  | 3.000       | 0,09                  |
| 31/10/97 | 63                | -0,16                 | 2.724       | -0,10                 |
| 30/11/97 | 66                | 0,06                  | 2.830       | 0,04                  |
| 31/12/97 | 63                | -0,05                 | 2.973       | 0,05                  |
| 31/1/98  | 65                | 0,02                  | 3.146       | 0,06                  |
| 28/2/98  | 68                | 0,05                  | 3.385       | 0,07                  |
| 31/3/98  | 80                | 0,16                  | 3.815       | 0,12                  |
| 30/4/98  | 83                | 0,04                  | 3.844       | 0,01                  |
| 31/5/98  | 89                | 0,07                  | 4.033       | 0,05                  |
| 30/6/98  | 79                | -0,13                 | 4.154       | 0,03                  |
| 31/7/98  | 86                | 0,08                  | 4.144       | 0,00                  |
| 31/8/98  | 66                | -0,26                 | 3.598       | -0,14                 |
| 30/9/98  | 63                | -0,05                 | 3.173       | -0,13                 |
| 31/10/98 | 65                | 0,03                  | 3.497       | 0,10                  |
| 30/11/98 | 71                | 0,09                  | 3.829       | 0,09                  |
| 31/12/98 | 77                | 0,07                  | 3.943       | 0,03                  |
| 31/1/99  | 88                | 0,14                  | 4.252       | 0,08                  |
| 28/2/99  | 87                | -0,01                 | 4.093       | -0,04                 |
| 31/3/99  | 82                | -0,06                 | 4.198       | 0,03                  |
| 30/4/99  | 88                | 0,06                  | 4.405       | 0,05                  |
| 31/5/99  | 95                | 0,08                  | 4.351       | -0,01                 |
| 30/6/99  | 103               | 0,09                  | 4.537       | 0,04                  |
| 31/7/99  | 93                | -0,10                 | 4.382       | -0,03                 |
| 31/8/99  | 98                | 0,05                  | 4.589       | 0,05                  |
| 30/9/99  | 95                | -0,03                 | 4.591       | 0,00                  |
| 31/10/99 | 95                | 0,00                  | 4.889       | 0,06                  |
| 30/11/99 | 101               | 0,05                  | 5.342       | 0,09                  |
| 31/12/99 | 115               | 0,13                  | 5.958       | 0,11                  |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia



Tabla A2.4. Compañía Kuoni Reisen Holding y Smi (Ch). Precios y retornos.

| Fechas   | Kuoni Reisen Holding |                       | Smi (Ch)    |                       |
|----------|----------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€)          | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/1/89  | 164                  | -0,11                 | 1.491       | 0,04                  |
| 28/2/89  | 156                  | -0,05                 | 1.450       | -0,03                 |
| 31/3/89  | 151                  | -0,03                 | 1.528       | 0,05                  |
| 30/4/89  | 160                  | 0,06                  | 1.577       | 0,03                  |
| 31/5/89  | 151                  | -0,06                 | 1.520       | -0,04                 |
| 30/6/89  | 152                  | 0,01                  | 1.639       | 0,08                  |
| 31/7/89  | 155                  | 0,02                  | 1.795       | 0,09                  |
| 31/8/89  | 175                  | 0,12                  | 1.880       | 0,05                  |
| 30/9/89  | 180                  | 0,03                  | 1.797       | -0,05                 |
| 31/10/89 | 160                  | -0,12                 | 1.696       | -0,06                 |
| 30/11/89 | 156                  | -0,02                 | 1.779       | 0,05                  |
| 31/12/89 | 148                  | -0,05                 | 1.778       | 0,00                  |
| 31/1/90  | 143                  | -0,04                 | 1.716       | -0,04                 |
| 28/2/90  | 146                  | 0,02                  | 1.692       | -0,01                 |
| 31/3/90  | 130                  | -0,11                 | 1.643       | -0,03                 |
| 30/4/90  | 109                  | -0,18                 | 1.562       | -0,05                 |
| 31/5/90  | 140                  | 0,26                  | 1.780       | 0,13                  |
| 30/6/90  | 156                  | 0,11                  | 1.803       | 0,01                  |
| 31/7/90  | 154                  | -0,02                 | 1.762       | -0,02                 |
| 31/8/90  | 142                  | -0,08                 | 1.531       | -0,14                 |
| 30/9/90  | 135                  | -0,05                 | 1.351       | -0,12                 |
| 31/10/90 | 125                  | -0,08                 | 1.418       | 0,05                  |
| 30/11/90 | 126                  | 0,01                  | 1.385       | -0,02                 |
| 31/12/90 | 109                  | -0,15                 | 1.383       | 0,00                  |
| 31/1/91  | 90                   | -0,19                 | 1.434       | 0,04                  |
| 28/2/91  | 125                  | 0,32                  | 1.579       | 0,10                  |
| 31/3/91  | 117                  | -0,07                 | 1.649       | 0,04                  |
| 30/4/91  | 122                  | 0,04                  | 1.660       | 0,01                  |
| 31/5/91  | 109                  | -0,12                 | 1.741       | 0,05                  |
| 30/6/91  | 95                   | -0,14                 | 1.664       | -0,04                 |
| 31/7/91  | 102                  | 0,07                  | 1.727       | 0,04                  |
| 31/8/91  | 95                   | -0,07                 | 1.737       | 0,01                  |
| 30/9/91  | 86                   | -0,09                 | 1.665       | -0,04                 |
| 31/10/91 | 86                   | -0,01                 | 1.684       | 0,01                  |
| 30/11/91 | 83                   | -0,03                 | 1.623       | -0,04                 |
| 31/12/91 | 71                   | -0,16                 | 1.670       | 0,03                  |
| 31/1/92  | 82                   | 0,15                  | 1.754       | 0,05                  |
| 29/2/92  | 85                   | 0,03                  | 1.841       | 0,05                  |
| 31/3/92  | 81                   | -0,05                 | 1.837       | 0,00                  |
| 30/4/92  | 85                   | 0,05                  | 1.880       | 0,02                  |
| 31/5/92  | 127                  | 0,41                  | 1.921       | 0,02                  |
| 30/6/92  | 135                  | 0,06                  | 1.855       | -0,03                 |
| 31/7/92  | 139                  | 0,03                  | 1.798       | -0,03                 |
| 31/8/92  | 148                  | 0,07                  | 1.752       | -0,03                 |

| Fechas   | Kuoni Reisen Holding |                       | Smi (Ch)    |                       |
|----------|----------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€)          | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 30/9/92  | 125                  | -0,18                 | 1.877       | 0,07                  |
| 31/10/92 | 138                  | 0,10                  | 1.911       | 0,02                  |
| 30/11/92 | 138                  | 0,00                  | 1.931       | 0,01                  |
| 31/12/92 | 117                  | -0,17                 | 2.107       | 0,09                  |
| 31/1/93  | 130                  | 0,11                  | 2.091       | -0,01                 |
| 28/2/93  | 130                  | 0,00                  | 2.099       | 0,00                  |
| 31/3/93  | 125                  | -0,04                 | 2.190       | 0,04                  |
| 30/4/93  | 146                  | 0,16                  | 2.130       | -0,03                 |
| 31/5/93  | 138                  | -0,06                 | 2.271       | 0,06                  |
| 30/6/93  | 138                  | 0,00                  | 2.377       | 0,05                  |
| 31/7/93  | 127                  | -0,08                 | 2.401       | 0,01                  |
| 31/8/93  | 148                  | 0,15                  | 2.490       | 0,04                  |
| 30/9/93  | 140                  | -0,06                 | 2.473       | -0,01                 |
| 31/10/93 | 172                  | 0,20                  | 2.723       | 0,10                  |
| 30/11/93 | 186                  | 0,07                  | 2.739       | 0,01                  |
| 31/12/93 | 201                  | 0,08                  | 2.958       | 0,08                  |
| 31/1/94  | 215                  | 0,06                  | 3.180       | 0,07                  |
| 28/2/94  | 244                  | 0,13                  | 2.888       | -0,10                 |
| 31/3/94  | 252                  | 0,03                  | 2.795       | -0,03                 |
| 30/4/94  | 233                  | -0,08                 | 2.736       | -0,02                 |
| 31/5/94  | 231                  | -0,01                 | 2.723       | 0,00                  |
| 30/6/94  | 223                  | -0,04                 | 2.609       | -0,04                 |
| 31/7/94  | 212                  | -0,05                 | 2.580       | -0,01                 |
| 31/8/94  | 233                  | 0,10                  | 2.646       | 0,03                  |
| 30/9/94  | 217                  | -0,07                 | 2.534       | -0,04                 |
| 31/10/94 | 191                  | -0,13                 | 2.507       | -0,01                 |
| 30/11/94 | 206                  | 0,07                  | 2.595       | 0,03                  |
| 31/12/94 | 186                  | -0,10                 | 2.629       | 0,01                  |
| 31/1/95  | 189                  | 0,02                  | 2.537       | -0,04                 |
| 28/2/95  | 201                  | 0,06                  | 2.600       | 0,02                  |
| 31/3/95  | 180                  | -0,11                 | 2.509       | -0,04                 |
| 30/4/95  | 192                  | 0,06                  | 2.597       | 0,03                  |
| 31/5/95  | 192                  | 0,00                  | 2.786       | 0,07                  |
| 30/6/95  | 196                  | 0,02                  | 2.825       | 0,01                  |
| 31/7/95  | 195                  | -0,01                 | 2.827       | 0,00                  |
| 31/8/95  | 194                  | 0,00                  | 2.909       | 0,03                  |
| 30/9/95  | 196                  | 0,01                  | 3.015       | 0,04                  |
| 31/10/95 | 192                  | -0,02                 | 3.108       | 0,03                  |
| 30/11/95 | 182                  | -0,05                 | 3.252       | 0,05                  |
| 31/12/95 | 196                  | 0,07                  | 3.298       | 0,01                  |
| 31/1/96  | 211                  | 0,08                  | 3.249       | -0,01                 |
| 29/2/96  | 233                  | 0,10                  | 3.355       | 0,03                  |
| 31/3/96  | 281                  | 0,19                  | 3.647       | 0,08                  |
| 30/4/96  | 265                  | -0,06                 | 3.651       | 0,00                  |
| 31/5/96  | 280                  | 0,06                  | 3.556       | -0,03                 |
| 30/6/96  | 304                  | 0,08                  | 3.733       | 0,05                  |
| 31/7/96  | 269                  | -0,12                 | 3.494       | -0,07                 |

| Fechas   | Kuoni Reisen Holding |                       | Smi (Ch)    |                       |
|----------|----------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|          | Precios (€)          | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/8/96  | 295                  | 0,09                  | 3.646       | 0,04                  |
| 30/9/96  | 297                  | 0,01                  | 3.736       | 0,02                  |
| 31/10/96 | 302                  | 0,02                  | 3.725       | 0,00                  |
| 30/11/96 | 307                  | 0,02                  | 3.903       | 0,05                  |
| 31/12/96 | 345                  | 0,11                  | 3.942       | 0,01                  |
| 31/1/97  | 360                  | 0,05                  | 4.272       | 0,08                  |
| 28/2/97  | 411                  | 0,13                  | 4.488       | 0,05                  |
| 31/3/97  | 430                  | 0,05                  | 4.659       | 0,04                  |
| 30/4/97  | 449                  | 0,04                  | 4.898       | 0,05                  |
| 31/5/97  | 498                  | 0,10                  | 5.042       | 0,03                  |
| 30/6/97  | 530                  | 0,06                  | 5.621       | 0,11                  |
| 31/7/97  | 572                  | 0,08                  | 5.898       | 0,05                  |
| 31/8/97  | 649                  | 0,13                  | 5.217       | -0,12                 |
| 30/9/97  | 614                  | -0,06                 | 5.674       | 0,08                  |
| 31/10/97 | 562                  | -0,09                 | 5.467       | -0,04                 |
| 30/11/97 | 562                  | 0,00                  | 5.776       | 0,05                  |
| 31/12/97 | 580                  | 0,03                  | 6.266       | 0,08                  |
| 31/1/98  | 543                  | -0,07                 | 6.583       | 0,05                  |
| 28/2/98  | 635                  | 0,16                  | 7.153       | 0,08                  |
| 31/3/98  | 811                  | 0,24                  | 7.586       | 0,06                  |
| 30/4/98  | 853                  | 0,05                  | 7.401       | -0,02                 |
| 31/5/98  | 843                  | -0,01                 | 7.656       | 0,03                  |
| 30/6/98  | 798                  | -0,05                 | 7.882       | 0,03                  |
| 31/7/98  | 811                  | 0,02                  | 8.240       | 0,04                  |
| 31/8/98  | 519                  | -0,45                 | 6.679       | -0,21                 |
| 30/9/98  | 445                  | -0,15                 | 5.760       | -0,15                 |
| 31/10/98 | 513                  | 0,14                  | 6.551       | 0,13                  |
| 30/11/98 | 594                  | 0,15                  | 7.083       | 0,08                  |
| 31/12/98 | 578                  | -0,03                 | 7.161       | 0,01                  |
| 31/1/99  | 577                  | 0,00                  | 7.201       | 0,01                  |
| 28/2/99  | 625                  | 0,08                  | 7.064       | -0,02                 |
| 31/3/99  | 583                  | -0,07                 | 7.130       | 0,01                  |
| 30/4/99  | 572                  | -0,02                 | 7.336       | 0,03                  |
| 31/5/99  | 613                  | 0,07                  | 6.912       | -0,06                 |
| 30/6/99  | 635                  | 0,04                  | 6.909       | 0,00                  |
| 31/7/99  | 625                  | -0,02                 | 6.887       | 0,00                  |
| 31/8/99  | 642                  | 0,03                  | 7.009       | 0,02                  |
| 30/9/99  | 626                  | -0,03                 | 6.907       | -0,01                 |
| 31/10/99 | 689                  | 0,10                  | 7.160       | 0,04                  |
| 30/11/99 | 676                  | -0,02                 | 7.400       | 0,03                  |
| 31/12/99 | 701                  | 0,04                  | 7.570       | 0,02                  |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia

Tabla A2.5. Compañía Preussag y Dax 30 Perf (De). Precios y retornos.

| Fechas   | Preussag    |                       | Dax 30 Perf (De) |                       |
|----------|-------------|-----------------------|------------------|-----------------------|
|          | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€)      | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/1/89  | 9           | 0,23                  | 1.232            | -0,02                 |
| 28/2/89  | 9           | 0,04                  | 1.213            | -0,02                 |
| 31/3/89  | 9           | -0,01                 | 1.244            | 0,03                  |
| 30/4/89  | 10          | 0,10                  | 1.288            | 0,03                  |
| 31/5/89  | 10          | 0,00                  | 1.324            | 0,03                  |
| 30/6/89  | 11          | 0,14                  | 1.389            | 0,05                  |
| 31/7/89  | 11          | -0,06                 | 1.460            | 0,05                  |
| 31/8/89  | 11          | 0,04                  | 1.505            | 0,03                  |
| 30/9/89  | 12          | 0,08                  | 1.490            | -0,01                 |
| 31/10/89 | 11          | -0,08                 | 1.401            | -0,06                 |
| 30/11/89 | 13          | 0,17                  | 1.513            | 0,08                  |
| 31/12/89 | 15          | 0,12                  | 1.731            | 0,13                  |
| 31/1/90  | 18          | 0,20                  | 1.751            | 0,01                  |
| 28/2/90  | 19          | 0,06                  | 1.731            | -0,01                 |
| 31/3/90  | 23          | 0,19                  | 1.877            | 0,08                  |
| 30/4/90  | 22          | -0,06                 | 1.735            | -0,08                 |
| 31/5/90  | 22          | -0,02                 | 1.757            | 0,01                  |
| 30/6/90  | 22          | 0,00                  | 1.783            | 0,01                  |
| 31/7/90  | 20          | -0,07                 | 1.821            | 0,02                  |
| 31/8/90  | 16          | -0,24                 | 1.551            | -0,16                 |
| 30/9/90  | 14          | -0,16                 | 1.272            | -0,20                 |
| 31/10/90 | 15          | 0,07                  | 1.360            | 0,07                  |
| 30/11/90 | 14          | -0,06                 | 1.377            | 0,01                  |
| 31/12/90 | 13          | -0,07                 | 1.328            | -0,04                 |
| 31/1/91  | 11          | -0,10                 | 1.358            | 0,02                  |
| 28/2/91  | 13          | 0,14                  | 1.470            | 0,08                  |
| 31/3/91  | 14          | 0,09                  | 1.443            | -0,02                 |
| 30/4/91  | 16          | 0,08                  | 1.526            | 0,06                  |
| 31/5/91  | 17          | 0,10                  | 1.616            | 0,06                  |
| 30/6/91  | 17          | 0,00                  | 1.546            | -0,04                 |
| 31/7/91  | 17          | -0,02                 | 1.543            | 0,00                  |
| 31/8/91  | 17          | 0,02                  | 1.574            | 0,02                  |
| 30/9/91  | 18          | 0,03                  | 1.537            | -0,02                 |
| 31/10/91 | 16          | -0,09                 | 1.517            | -0,01                 |
| 30/11/91 | 16          | -0,05                 | 1.495            | -0,01                 |
| 31/12/91 | 15          | -0,05                 | 1.524            | 0,02                  |
| 31/1/92  | 17          | 0,13                  | 1.629            | 0,07                  |
| 29/2/92  | 18          | 0,09                  | 1.667            | 0,02                  |
| 31/3/92  | 18          | 0,00                  | 1.647            | -0,01                 |
| 30/4/92  | 19          | 0,05                  | 1.651            | 0,00                  |
| 31/5/92  | 20          | 0,03                  | 1.717            | 0,04                  |
| 30/6/92  | 20          | -0,02                 | 1.669            | -0,03                 |
| 31/7/92  | 18          | -0,08                 | 1.548            | -0,08                 |
| 31/8/92  | 18          | -0,04                 | 1.486            | -0,04                 |

| Fechas   | Preussag    |                       | Dax 30 Perf (De) |                       |
|----------|-------------|-----------------------|------------------|-----------------------|
|          | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€)      | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 30/9/92  | 16          | -0,11                 | 1.455            | -0,02                 |
| 31/10/92 | 15          | -0,04                 | 1.482            | 0,02                  |
| 30/11/92 | 18          | 0,16                  | 1.550            | 0,05                  |
| 31/12/92 | 18          | 0,02                  | 1.540            | -0,01                 |
| 31/1/93  | 18          | 0,01                  | 1.564            | 0,02                  |
| 28/2/93  | 19          | 0,03                  | 1.708            | 0,09                  |
| 31/3/93  | 18          | -0,03                 | 1.703            | 0,00                  |
| 30/4/93  | 17          | -0,09                 | 1.617            | -0,05                 |
| 31/5/93  | 17          | 0,05                  | 1.604            | -0,01                 |
| 30/6/93  | 19          | 0,07                  | 1.672            | 0,04                  |
| 31/7/93  | 20          | 0,09                  | 1.819            | 0,08                  |
| 31/8/93  | 22          | 0,05                  | 1.970            | 0,08                  |
| 30/9/93  | 20          | -0,05                 | 1.955            | -0,01                 |
| 31/10/93 | 23          | 0,11                  | 2.098            | 0,07                  |
| 30/11/93 | 21          | -0,08                 | 2.094            | 0,00                  |
| 31/12/93 | 22          | 0,03                  | 2.284            | 0,09                  |
| 31/1/94  | 23          | 0,07                  | 2.191            | -0,04                 |
| 28/2/94  | 24          | 0,03                  | 2.119            | -0,03                 |
| 31/3/94  | 24          | -0,02                 | 2.164            | 0,02                  |
| 30/4/94  | 24          | 0,04                  | 2.287            | 0,06                  |
| 31/5/94  | 23          | -0,04                 | 2.154            | -0,06                 |
| 30/6/94  | 24          | 0,01                  | 2.130            | -0,01                 |
| 31/7/94  | 24          | 0,03                  | 2.272            | 0,06                  |
| 31/8/94  | 25          | 0,03                  | 2.267            | 0,00                  |
| 30/9/94  | 23          | -0,10                 | 2.060            | -0,10                 |
| 31/10/94 | 23          | -0,01                 | 2.111            | 0,02                  |
| 30/11/94 | 22          | -0,01                 | 2.097            | -0,01                 |
| 31/12/94 | 23          | 0,04                  | 2.166            | 0,03                  |
| 31/1/95  | 24          | 0,03                  | 2.096            | -0,03                 |
| 28/2/95  | 24          | 0,00                  | 2.215            | 0,06                  |
| 31/3/95  | 21          | -0,14                 | 2.056            | -0,07                 |
| 30/4/95  | 22          | 0,04                  | 2.158            | 0,05                  |
| 31/5/95  | 22          | 0,03                  | 2.208            | 0,02                  |
| 30/6/95  | 22          | -0,02                 | 2.201            | 0,00                  |
| 31/7/95  | 23          | 0,07                  | 2.347            | 0,06                  |
| 31/8/95  | 23          | -0,01                 | 2.336            | 0,00                  |
| 30/9/95  | 22          | -0,04                 | 2.306            | -0,01                 |
| 31/10/95 | 21          | -0,04                 | 2.305            | 0,00                  |
| 30/11/95 | 22          | 0,03                  | 2.372            | 0,03                  |
| 31/12/95 | 22          | -0,02                 | 2.414            | 0,02                  |
| 31/1/96  | 24          | 0,09                  | 2.628            | 0,08                  |
| 29/2/96  | 23          | -0,01                 | 2.622            | 0,00                  |
| 31/3/96  | 22          | -0,07                 | 2.613            | 0,00                  |
| 30/4/96  | 22          | 0,00                  | 2.610            | 0,00                  |
| 31/5/96  | 20          | -0,06                 | 2.640            | 0,01                  |
| 30/6/96  | 20          | -0,01                 | 2.651            | 0,00                  |
| 31/7/96  | 18          | -0,08                 | 2.578            | -0,03                 |

| Fechas   | Preussag    |                       | Dax 30 Perf (De) |                       |
|----------|-------------|-----------------------|------------------|-----------------------|
|          | Precios (€) | Retornos LN (Pt+1/Pt) | Precios (€)      | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/8/96  | 18          | -0,01                 | 2.642            | 0,02                  |
| 30/9/96  | 20          | 0,07                  | 2.729            | 0,03                  |
| 31/10/96 | 19          | -0,05                 | 2.724            | 0,00                  |
| 30/11/96 | 18          | -0,02                 | 2.880            | 0,06                  |
| 31/12/96 | 18          | -0,04                 | 2.926            | 0,02                  |
| 31/1/97  | 20          | 0,11                  | 3.069            | 0,05                  |
| 28/2/97  | 22          | 0,11                  | 3.287            | 0,07                  |
| 31/3/97  | 23          | 0,03                  | 3.443            | 0,05                  |
| 30/4/97  | 22          | -0,03                 | 3.466            | 0,01                  |
| 31/5/97  | 23          | 0,03                  | 3.562            | 0,03                  |
| 30/6/97  | 25          | 0,12                  | 3.755            | 0,05                  |
| 31/7/97  | 28          | 0,10                  | 4.396            | 0,16                  |
| 31/8/97  | 25          | -0,10                 | 3.907            | -0,12                 |
| 30/9/97  | 25          | -0,02                 | 4.162            | 0,06                  |
| 31/10/97 | 23          | -0,10                 | 3.713            | -0,11                 |
| 30/11/97 | 25          | 0,11                  | 3.908            | 0,05                  |
| 31/12/97 | 27          | 0,08                  | 4.201            | 0,07                  |
| 31/1/98  | 29          | 0,08                  | 4.399            | 0,05                  |
| 28/2/98  | 29          | -0,02                 | 4.649            | 0,06                  |
| 31/3/98  | 31          | 0,07                  | 5.011            | 0,07                  |
| 30/4/98  | 32          | 0,04                  | 5.064            | 0,01                  |
| 31/5/98  | 32          | 0,00                  | 5.548            | 0,09                  |
| 30/6/98  | 32          | -0,01                 | 5.819            | 0,05                  |
| 31/7/98  | 34          | 0,06                  | 5.817            | 0,00                  |
| 31/8/98  | 29          | -0,17                 | 4.753            | -0,20                 |
| 30/9/98  | 29          | 0,00                  | 4.438            | -0,07                 |
| 31/10/98 | 30          | 0,06                  | 4.636            | 0,04                  |
| 30/11/98 | 31          | 0,03                  | 5.003            | 0,08                  |
| 31/12/98 | 38          | 0,20                  | 5.020            | 0,00                  |
| 31/1/99  | 44          | 0,15                  | 5.160            | 0,03                  |
| 28/2/99  | 43          | -0,03                 | 4.912            | -0,05                 |
| 31/3/99  | 49          | 0,13                  | 4.884            | -0,01                 |
| 30/4/99  | 50          | 0,01                  | 5.393            | 0,10                  |
| 31/5/99  | 50          | 0,01                  | 5.070            | -0,06                 |
| 30/6/99  | 52          | 0,04                  | 5.379            | 0,06                  |
| 31/7/99  | 54          | 0,03                  | 5.102            | -0,05                 |
| 31/8/99  | 54          | 0,00                  | 5.271            | 0,03                  |
| 30/9/99  | 47          | -0,13                 | 5.150            | -0,02                 |
| 31/10/99 | 51          | 0,09                  | 5.525            | 0,07                  |
| 30/11/99 | 50          | -0,03                 | 5.896            | 0,06                  |
| 31/12/99 | 55          | 0,10                  | 6.958            | 0,17                  |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia

Tabla A2.6. Índice general de la Bolsa de Madrid. Precios y retornos.

| Fechas   | Índice general de la Bolsa de Madrid |                       |
|----------|--------------------------------------|-----------------------|
|          | Precios (ptas)                       | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/1/90  | 46.405                               |                       |
| 28/2/90  | 45.490                               | -0,02                 |
| 31/3/90  | 42.245                               | -0,07                 |
| 30/4/90  | 45.290                               | 0,07                  |
| 31/5/90  | 47.403                               | 0,05                  |
| 30/6/90  | 49.200                               | 0,04                  |
| 31/7/90  | 49.001                               | 0,00                  |
| 31/8/90  | 42.611                               | -0,14                 |
| 30/9/90  | 35.091                               | -0,19                 |
| 31/10/90 | 38.602                               | 0,10                  |
| 30/11/90 | 37.986                               | -0,02                 |
| 31/12/90 | 37.171                               | -0,02                 |
| 31/1/91  | 38.552                               | 0,04                  |
| 28/2/91  | 44.325                               | 0,14                  |
| 31/3/91  | 47.220                               | 0,06                  |
| 30/4/91  | 45.507                               | -0,04                 |
| 31/5/91  | 47.204                               | 0,04                  |
| 30/6/91  | 45.889                               | -0,03                 |
| 31/7/91  | 44.658                               | -0,03                 |
| 31/8/91  | 45.457                               | 0,02                  |
| 30/9/91  | 45.656                               | 0,00                  |
| 31/10/91 | 43.893                               | -0,04                 |
| 30/11/91 | 40.998                               | -0,07                 |
| 31/12/91 | 40.964                               | 0,00                  |
| 31/1/92  | 42.428                               | 0,04                  |
| 29/2/92  | 44.342                               | 0,04                  |
| 31/3/92  | 42.512                               | -0,04                 |
| 30/4/92  | 41.380                               | -0,03                 |
| 31/5/92  | 43.427                               | 0,05                  |
| 30/6/92  | 39.650                               | -0,09                 |
| 31/7/92  | 35.989                               | -0,10                 |
| 31/8/92  | 34.092                               | -0,05                 |
| 30/9/92  | 32.096                               | -0,06                 |
| 31/10/92 | 33.011                               | 0,03                  |
| 30/11/92 | 35.573                               | 0,07                  |
| 31/12/92 | 35.640                               | 0,00                  |
| 31/1/93  | 38.252                               | 0,07                  |
| 28/2/93  | 38.735                               | 0,01                  |
| 31/3/93  | 39.983                               | 0,03                  |
| 30/4/93  | 40.648                               | 0,02                  |
| 31/5/93  | 42.778                               | 0,05                  |
| 30/6/93  | 43.227                               | 0,01                  |
| 31/7/93  | 44.924                               | 0,04                  |
| 31/8/93  | 50.432                               | 0,12                  |

| Fechas   | Indice general de la Bolsa de Madrid |                       |
|----------|--------------------------------------|-----------------------|
|          | Precios (ptas)                       | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 30/9/93  | 47.803                               | -0,05                 |
| 31/10/93 | 51.313                               | 0,07                  |
| 30/11/93 | 48.734                               | -0,05                 |
| 31/12/93 | 53.709                               | 0,10                  |
| 31/1/94  | 59.616                               | 0,10                  |
| 28/2/94  | 56.488                               | -0,05                 |
| 31/3/94  | 53.160                               | -0,06                 |
| 30/4/94  | 54.109                               | 0,02                  |
| 31/5/94  | 54.408                               | 0,01                  |
| 30/6/94  | 49.932                               | -0,09                 |
| 31/7/94  | 52.195                               | 0,04                  |
| 31/8/94  | 51.912                               | -0,01                 |
| 30/9/94  | 49.500                               | -0,05                 |
| 31/10/94 | 49.300                               | 0,00                  |
| 30/11/94 | 50.182                               | 0,02                  |
| 31/12/94 | 47.420                               | -0,06                 |
| 31/1/95  | 46.838                               | -0,01                 |
| 28/2/95  | 46.405                               | -0,01                 |
| 31/3/95  | 44.741                               | -0,04                 |
| 30/4/95  | 47.254                               | 0,05                  |
| 31/5/95  | 49.051                               | 0,04                  |
| 30/6/95  | 48.868                               | 0,00                  |
| 31/7/95  | 51.114                               | 0,04                  |
| 31/8/95  | 51.713                               | 0,01                  |
| 30/9/95  | 50.798                               | -0,02                 |
| 31/10/95 | 49.284                               | -0,03                 |
| 30/11/95 | 51.879                               | 0,05                  |
| 31/12/95 | 53.260                               | 0,03                  |
| 31/1/96  | 54.957                               | 0,03                  |
| 29/2/96  | 57.503                               | 0,05                  |
| 31/3/96  | 56.837                               | -0,01                 |
| 30/4/96  | 59.599                               | 0,05                  |
| 31/5/96  | 60.015                               | 0,01                  |
| 30/6/96  | 62.107                               | 0,03                  |
| 31/7/96  | 58.335                               | -0,06                 |
| 31/8/96  | 58.852                               | 0,01                  |
| 30/9/96  | 61.270                               | 0,04                  |
| 31/10/96 | 62.400                               | 0,02                  |
| 30/11/96 | 67.250                               | 0,07                  |
| 31/12/96 | 74.004                               | 0,10                  |
| 31/1/97  | 77.468                               | 0,05                  |
| 28/2/97  | 77.399                               | 0,00                  |
| 31/3/97  | 78.711                               | 0,02                  |
| 30/4/97  | 85.260                               | 0,08                  |
| 31/5/97  | 91.091                               | 0,07                  |
| 30/6/97  | 99.935                               | 0,09                  |
| 31/7/97  | 99.615                               | 0,00                  |



| Fechas   | Indice general de la Bolsa de Madrid |                       |
|----------|--------------------------------------|-----------------------|
|          | Precios (ptas)                       | Retornos LN (Pt+1/Pt) |
| 31/8/97  | 95.642                               | -0,04                 |
| 30/9/97  | 105.661                              | 0,10                  |
| 31/10/97 | 93.333                               | -0,12                 |
| 30/11/97 | 100.688                              | 0,08                  |
| 31/12/97 | 105.247                              | 0,04                  |
| 31/1/98  | 115.751                              | 0,10                  |
| 28/2/98  | 128.907                              | 0,11                  |
| 31/3/98  | 147.862                              | 0,14                  |
| 30/4/98  | 144.935                              | -0,02                 |
| 31/5/98  | 145.631                              | 0,00                  |
| 30/6/98  | 146.988                              | 0,01                  |
| 31/7/98  | 152.071                              | 0,03                  |
| 31/8/98  | 122.634                              | -0,22                 |
| 30/9/98  | 114.425                              | -0,07                 |
| 31/10/98 | 128.391                              | 0,12                  |
| 30/11/98 | 140.589                              | 0,09                  |
| 31/12/98 | 144.389                              | 0,03                  |
| 31/1/99  | 145.409                              | 0,01                  |
| 28/2/99  | 148.151                              | 0,02                  |
| 31/3/99  | 144.211                              | -0,03                 |
| 30/4/99  | 147.627                              | 0,02                  |
| 31/5/99  | 148.512                              | 0,01                  |
| 30/6/99  | 150.484                              | 0,01                  |
| 31/7/99  | 140.303                              | -0,07                 |
| 31/8/99  | 146.497                              | 0,04                  |
| 30/9/99  | 142.649                              | -0,03                 |
| 31/10/99 | 144.800                              | 0,01                  |
| 30/11/99 | 159.339                              | 0,10                  |
| 31/12/99 | 167.811                              | 0,05                  |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia

### Anexo nº3. Evolución de la Capitalización de los Touroperadores Europeos.

Tabla A3.1. Evolución de la Capitalización.

| Años | Club Mediterranee | First Choice | Preussag | Kuoni | Airtours |
|------|-------------------|--------------|----------|-------|----------|
| 1989 | 1888              | 282          | 2744     | 242   | 78       |
| 1990 | 1187              | 325          | 2331     | 185   | 98       |
| 1991 | 1122              | 723          | 2727     | 117   | 511      |
| 1992 | 1079              | 569          | 3339     | 198   | 606      |
| 1993 | 1005              | 503          | 4024     | 363   | 1048     |
| 1994 | 1253              | 678          | 4269     | 346   | 905      |
| 1995 | 1187              | 416          | 3962     | 401   | 735      |
| 1996 | 985               | 502          | 3252     | 615   | 1829     |
| 1997 | 1223              | 736          | 4970     | 1085  | 3016     |
| 1998 | 1481              | 895          | 6999     | 1074  | 2689     |
| 1999 | 2222              | 1069         | 10102    | 1308  | 2996     |

Fuente: Jacques Chahine Finance y elaboración propia

**Anexo nº4. Estados Patrimoniales y de Flujos de las Agencias de Viajes en España.**

Tabla A4.1. Cuenta de pérdidas y ganancias del sector de agencias de viajes en España (miles de euros).

|  | 1983          | 1984           | 1985           | 1986           | 1987           | 1988           | 1989           | 1990           | 1991           | 1992           | 1993           | 1994           | 1995           | 1996           | 1997             | 1998             | 1999             |
|--|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Numero de empresas   | 15            | 32             | 39             | 44             | 57             | 51             | 53             | 50             | 48             | 45             | 43             | 42             | 38             | 34             | 34               | 34               | 35               |
| <b>1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN</b>                                     | <b>39.991</b> | <b>182.840</b> | <b>335.010</b> | <b>360.870</b> | <b>344.548</b> | <b>419.242</b> | <b>552.012</b> | <b>626.351</b> | <b>639.062</b> | <b>682.143</b> | <b>702.349</b> | <b>786.382</b> | <b>886.337</b> | <b>961.036</b> | <b>1.093.469</b> | <b>2.159.737</b> | <b>2.061.874</b> |
| Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación | 39.991        | 182.840        | 335.010        | 360.860        | 333.393        | 407.017        | 552.006        | 626.351        | 639.050        | 682.143        | 702.223        | 786.100        | 885.916        | 960.796        | 1.090.897        | 2.159.388        | 2.060.564        |
| Consumo de mercaderías (-)   | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                |
| Variación de existencias de productos terminados y en curso          | 0             | 0              | 0              | 0              | 6              | 0              | 0              | 0              | 12             | 0              | 0              | 6              | 0              | 84             | 2.392            | 186              | 1.052            |
| Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado              | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                |
| Subvenciones a la explotación  | 0             | 0              | 0              | 0              | 6              | 11.155         | 12.225         | 6              | 0              | 0              | 120            | 282            | 337            | 240            | 180              | 162              | 258              |
| <b>2. CONSUMOS INTERMEDIOS</b>                                       | <b>35.712</b> | <b>169.479</b> | <b>311.024</b> | <b>334.565</b> | <b>305.789</b> | <b>370.879</b> | <b>507.501</b> | <b>565.967</b> | <b>572.722</b> | <b>609.444</b> | <b>625.251</b> | <b>692.715</b> | <b>783.203</b> | <b>856.953</b> | <b>975.304</b>   | <b>1.946.834</b> | <b>1.874.845</b> |
| Compras netas  | 2.206         | 100.165        | 238.049        | 268.863        | 214.099        | 335.118        | 471.218        | 538.002        | 531.000        | 572.085        | 586.834        | 642.043        | 702.980        | 741.403        | 897.473          | 1.706.418        | 1.721.046        |
| Variación de existencias de mercaderías y materias primas            | 0             | 0              | 0              | 0              | 138            | -18            | 6              | 174            | 66             | 24             | -24            | 54             | 319            | -96            | 469              | -150             | -198             |
| Otros gastos de explotación  | 33.488        | 68.762         | 71.659         | 64.140         | 90.026         | 33.561         | 33.723         | 26.396         | 39.691         | 35.394         | 36.920         | 48.880         | 77.735         | 112.257        | 75.451           | 228.385          | 140.601          |
| Tributos   | 18            | 529            | 1.310          | 1.599          | 1.749          | 2.140          | 2.476          | 1.593          | 1.983          | 1.965          | 1.448          | 1.629          | 1.947          | 3.179          | 2.849            | 11.876           | 12.501           |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0             | 0              | 0              | 0              | 6              | 54             | 42             | 90             | 150            | 114            | 24             | 24             | 216            | 859            | 18               | 6                | 499              |
| <b>S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES (1-2)</b>       | <b>4.279</b>  | <b>13.360</b>  | <b>23.986</b>  | <b>26.306</b>  | <b>38.759</b>  | <b>48.363</b>  | <b>44.511</b>  | <b>60.394</b>  | <b>66.340</b>  | <b>72.698</b>  | <b>77.098</b>  | <b>93.668</b>  | <b>103.134</b> | <b>104.083</b> | <b>118.165</b>   | <b>212.903</b>   | <b>187.029</b>   |
| <b>3. GASTOS DE PERSONAL</b>   | <b>3.306</b>  | <b>10.067</b>  | <b>18.613</b>  | <b>21.144</b>  | <b>31.150</b>  | <b>37.149</b>  | <b>37.473</b>  | <b>43.171</b>  | <b>49.241</b>  | <b>53.730</b>  | <b>58.058</b>  | <b>71.118</b>  | <b>83.535</b>  | <b>81.666</b>  | <b>84.647</b>    | <b>146.563</b>   | <b>137.205</b>   |
| <b>S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (S.1.-3)</b>     | <b>974</b>    | <b>3.294</b>   | <b>5.373</b>   | <b>5.163</b>   | <b>7.609</b>   | <b>11.215</b>  | <b>7.038</b>   | <b>17.213</b>  | <b>17.099</b>  | <b>18.968</b>  | <b>19.040</b>  | <b>22.560</b>  | <b>19.699</b>  | <b>22.418</b>  | <b>33.518</b>    | <b>66.340</b>    | <b>49.824</b>    |
| <b>4. CARGA FINANCIERA NETA</b>                                      | <b>252</b>    | <b>1.244</b>   | <b>2.164</b>   | <b>1.034</b>   | <b>799</b>     | <b>553</b>     | <b>-2.296</b>  | <b>-2.236</b>  | <b>-4.369</b>  | <b>-7.248</b>  | <b>-8.066</b>  | <b>-6.545</b>  | <b>-6.545</b>  | <b>-6.287</b>  | <b>-5.974</b>    | <b>-2.987</b>    | <b>-4.027</b>    |
| Gastos financieros   | 288           | 1.388          | 2.897          | 2.596          | 2.819          | 2.837          | 1.659          | 2.506          | 2.903          | 2.278          | 2.488          | 2.182          | 2.530          | 2.945          | 2.152            | 9.208            | 8.150            |
| Intereses por financiación recibida y asimilados                     | 102           | 974            | 1.713          | 1.112          | 1.016          | 1.178          | 1.322          | 2.320          | 2.608          | 2.092          | 2.392          | 1.761          | 1.941          | 2.891          | 2.013            | 4.622            | 3.179            |
| Descuento sobre ventas por pronto pago y otros gastos financieros    | 186           | 415            | 1.184          | 1.484          | 1.803          | 1.659          | 337            | 186            | 294            | 186            | 96             | 421            | 589            | 54             | 138              | 4.586            | 4.970            |
| Ingresos financieros   | 36            | 144            | 733            | 1.563          | 2.019          | 2.284          | 3.955          | 4.742          | 7.272          | 9.526          | 10.554         | 10.488         | 9.075          | 9.232          | 8.126            | 12.195           | 12.177           |
| <b>5. OTROS INGRESOS INCLUIDOS EN RECURSOS GENERADOS</b>             | <b>0</b>      | <b>24</b>      | <b>-284</b>    | <b>367</b>     | <b>-421</b>    | <b>-1.478</b>  | <b>210</b>     | <b>54</b>      | <b>126</b>     | <b>-192</b>    | <b>493</b>     | <b>577</b>     | <b>781</b>     | <b>962</b>     | <b>-601</b>      | <b>-1.707</b>    | <b>-1.052</b>    |
| Intereses activados y otras revalorizaciones                         | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                |
| Ingresos y gastos extraordinarios                                    | 0             | 0              | -288           | -132           | -216           | -2.188         | 355            | -54            | -24            | -114           | 463            | 294            | -60            | 865            | -2.392           | -1.635           | -1.334           |
| Ingresos extraordinarios   | 0             | 0              | 6              | 12             | 877            | 258            | 409            | 222            | 625            | 367            | 661            | 1.563          | 1.016          | 1.436          | 817              | 1.268            | 1.340            |
| Gastos extraordinarios   | 0             | 0              | 294            | 144            | 1.094          | 2.446          | 54             | 276            | 649            | 481            | 198            | 1.268          | 1.076          | 571            | 3.209            | 2.903            | 2.675            |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0             | 24             | 6              | -36            | 54             | 42             | 90             | 150            | 114            | 24             | 24             | 24             | 216            | 859            | 18               | 6                | 499              |
| Ajuste de flujos internos  | 0             | 0              | 18             | 535            | -258           | 667            | -234           | -42            | 36             | -102           | 6              | 66             | 66             | 78             | 1791             | -78              | -216             |
| <b>S.3. RECURSOS GENERADOS (S.2.-4+5+6)</b>                          | <b>637</b>    | <b>1.917</b>   | <b>2.620</b>   | <b>3.606</b>   | <b>5.457</b>   | <b>7.957</b>   | <b>7.649</b>   | <b>15.338</b>  | <b>15.644</b>  | <b>18.572</b>  | <b>20.068</b>  | <b>23.518</b>  | <b>18.890</b>  | <b>21.504</b>  | <b>28.500</b>    | <b>49.696</b>    | <b>37.473</b>    |
| <b>6. IMPUESTO SOBRE LOS BENEFICIOS</b>                              | <b>84</b>     | <b>156</b>     | <b>325</b>     | <b>889</b>     | <b>932</b>     | <b>1.226</b>   | <b>1.995</b>   | <b>4.165</b>   | <b>5.950</b>   | <b>7.447</b>   | <b>7.531</b>   | <b>7.915</b>   | <b>8.036</b>   | <b>8.162</b>   | <b>10.391</b>    | <b>18.024</b>    | <b>15.326</b>    |
| <b>7. OTROS INGRESOS NO INCLUIDOS EN RECURSOS GENERADOS</b>          | <b>-6</b>     | <b>-6</b>      | <b>-198</b>    | <b>-24</b>     | <b>-30</b>     | <b>-547</b>    | <b>385</b>     | <b>126</b>     | <b>415</b>     | <b>409</b>     | <b>-463</b>    | <b>-246</b>    | <b>1.785</b>   | <b>1.785</b>   | <b>-757</b>      | <b>679</b>       | <b>7.639</b>     |
| Ganancias y pérdidas de capital                                      | -6            | 0              | -6             | 535            | -288           | 54             | 120            | 216            | 216            | 373            | -355           | 397            | 1.136          | 1.196          | 337              | 264              | 3.840            |
| Plusvalías netas   | -6            | 0              | -6             | 0              | -853           | 48             | 114            | 72             | 198            | -150           | -192           | 270            | 577            | 703            | 66               | -709             | 1.088            |
| Resultado del inmovilizado material e inmaterial                     | -6            | 0              | -6             | 0              | -18            | 48             | 90             | 72             | 132            | -6             | -60            | -6             | 6              | 108            | -48              | -613             | 210              |
| Resultado de la cartera de valores                                   | 0             | 0              | 0              | 0              | -835           | 0              | 24             | 0              | 66             | -150           | -102           | 258            | 0              | 0              | -270             | -234             | -1.238           |
| Sin clasificar   | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 6              | -30            | 18             | 571            | 595            | 252              | 138              | 2.116            |
| Diferencias de cambio  | 0             | 0              | 0              | 0              | 535            | 565            | 6              | 6              | 18             | 523            | -162           | 126            | 559            | 493            | 403              | 974              | 2.753            |
| Ingresos y gastos de otros ejercicios                                | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | -18            | -72            | -102           | 12             | 84             | 667            | 697              | 967              | 1.238            |
| Diferimiento de resultados   | 0             | 0              | -174           | -24            | 0              | 66             | 30             | 12             | 252            | 6              | 0              | -589           | 547            | 0              | 0                | 0                | 2.344            |
| Subvenciones de capital transferidas al resultado del ejercicio      | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 6              | 252            | 6              | 0              | 0              | 6              | 0              | 0                | 0                | 72               |
| Beneficios diferidos   | 0             | 0              | -174           | -24            | 0              | 66             | 30             | 6              | 0              | 0              | 0              | -595           | 547            | 0              | 0                | -102             | 2.332            |
| Ajuste de flujos internos  | 0             | 0              | 0              | -535           | 258            | -667           | 234            | 42             | -36            | 102            | -6             | -66            | 18             | -78            | -1.791           | 78               | 216              |
| <b>8. AMORTIZACIONES Y PROVISIONES</b>                               | <b>325</b>    | <b>992</b>     | <b>1.370</b>   | <b>1.292</b>   | <b>16.456</b>  | <b>2.080</b>   | <b>2.993</b>   | <b>5.553</b>   | <b>3.901</b>   | <b>3.901</b>   | <b>4.177</b>   | <b>7.711</b>   | <b>6.815</b>   | <b>7.591</b>   | <b>7.549</b>     | <b>15.404</b>    | <b>13.733</b>    |
| Amortizaciones y provisiones de explotación                          | 325           | 968            | 1.352          | 1.328          | 16.402         | 1.965          | 2.903          | 5.403          | 3.642          | 3.895          | 4.087          | 6.864          | 6.281          | 6.707          | 5.361            | 15.200           | 12.681           |
| Dotaciones de amortizaciones   | 162           | 601            | 902            | 896            | 1.112          | 1.533          | 1.857          | 1.917          | 2.278          | 2.428          | 3.227          | 4.309          | 3.925          | 4.321          | 3.943            | 12.423           | 10.536           |
| Dotación neta de provisiones de explotación                          | 162           | 367            | 451            | 433            | 15.290         | 433            | 1.046          | 3.486          | 1.364          | 1.466          | 859            | 2.554          | 2.356          | 2.386          | 1.418            | 2.777            | 2.146            |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0             | 24             | 6              | -36            | 54             | 42             | 90             | 150            | 114            | 24             | 24             | 24             | 216            | 859            | 18               | 6                | 499              |
| Provisiones ajenas a la explotación y extraordinarias                | 0             | 0              | 12             | 0              | 12             | 0              | 72             | 0              | 0              | 144            | -18            | 66             | 631            | -325           | 865              | 2.188            | 553              |
| Dotación neta de provisiones ajenas a la explotación                 | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 144            | -18            | 66             | 631            | 367            | 811              | 2.356            | 6                |
| Dotación extraordinaria neta de provisiones para riesgos y gastos    | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | -691           | 54               | -168             | 192              |
| <b>S.4. RESULTADO NETO TOTAL (S.3.+7+8)</b>                          | <b>307</b>    | <b>926</b>     | <b>1.052</b>   | <b>2.290</b>   | <b>-11.029</b> | <b>5.331</b>   | <b>4.940</b>   | <b>9.911</b>   | <b>12.168</b>  | <b>15.085</b>  | <b>15.428</b>  | <b>15.560</b>  | <b>13.859</b>  | <b>15.698</b>  | <b>20.194</b>    | <b>34.871</b>    | <b>31.379</b>    |
| <b>9. PROPUESTA DE DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS</b>                    | <b>54</b>     | <b>258</b>     | <b>475</b>     | <b>403</b>     | <b>625</b>     | <b>439</b>     | <b>559</b>     | <b>298</b>     | <b>739</b>     | <b>529</b>     | <b>577</b>     | <b>9.496</b>   | <b>13.228</b>  | <b>14.178</b>  | <b>15.921</b>    | <b>24.389</b>    | <b>27.358</b>    |
| <b>10. BENEFICIOS NO DISTRIBUIDOS</b>                                | <b>252</b>    | <b>667</b>     | <b>577</b>     | <b>1.887</b>   | <b>-11.654</b> | <b>4.892</b>   | <b>4.381</b>   | <b>9.622</b>   | <b>11.419</b>  | <b>14.557</b>  | <b>14.851</b>  | <b>6.064</b>   | <b>631</b>     | <b>1.521</b>   | <b>4.273</b>     | <b>10.482</b>    | <b>4.021</b>     |
| PRO MEMORIA  | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                |
| <b>RESULTADO ECONÓMICO NETO DE EXPLOTACIÓN (S.2.-8.1)</b>            | <b>649</b>    | <b>2.326</b>   | <b>4.021</b>   | <b>3.834</b>   | <b>-8.793</b>  | <b>9.250</b>   | <b>4.135</b>   | <b>11.810</b>  | <b>13.457</b>  | <b>15.073</b>  | <b>14.963</b>  | <b>15.686</b>  | <b>13.188</b>  | <b>15.710</b>  | <b>28.157</b>    | <b>51.140</b>    | <b>37.143</b>    |
| <b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (S.4.-6)</b>                         | <b>391</b>    | <b>1.082</b>   | <b>1.376</b>   | <b>1.097</b>   | <b>-10.097</b> | <b>6.557</b>   | <b>6.936</b>   | <b>14.076</b>  | <b>18.108</b>  | <b>22.532</b>  | <b>22.959</b>  | <b>23.476</b>  | <b>21.895</b>  | <b>23.860</b>  | <b>30.586</b>    | <b>52.885</b>    | <b>46.705</b>    |
| <b>AUTOFINANCIACIÓN (S.3.-9)</b>                                     | <b>583</b>    | <b>1.659</b>   | <b>2.146</b>   | <b>3.203</b>   | <b>7.519</b>   | <b>6.990</b>   | <b>6.990</b>   | <b>15.049</b>  | <b>14.905</b>  | <b>18.048</b>  | <b>19.491</b>  | <b>14.022</b>  | <b>5.662</b>   | <b>7.326</b>   | <b>12.579</b>    | <b>26.206</b>    | <b>10.115</b>    |

Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.



|  | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988   | 1989   | 1990   | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   |        |  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| <b>1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN</b>                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |  |
| Consumo de mercaderías (*)   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Variación de existencias de productos terminados y en curso          | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado              | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Subvenciones a la explotación  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 3,2%   | 2,9%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| <b>2. CONSUMOS INTERMEDIOS</b>                                       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| Compras netas  | 89,3%  | 92,7%  | 92,8%  | 92,7%  | 88,8%  | 88,5%  | 91,9%  | 90,4%  | 89,3%  | 89,3%  | 89,0%  | 88,1%  | 88,4%  | 89,2%  | 89,2%  | 90,1%  | 90,9%  | 90,9%  |  |
| Variación de existencias de mercaderías y materias primas            | 5,5%   | 54,8%  | 71,1%  | 74,5%  | 62,1%  | 79,9%  | 85,4%  | 85,9%  | 83,1%  | 83,9%  | 83,6%  | 81,6%  | 79,3%  | 77,1%  | 82,1%  | 79,0%  | 83,5%  | 83,5%  |  |
| Otros gastos de explotación  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Tributos   | 83,7%  | 37,6%  | 21,4%  | 17,8%  | 26,1%  | 8,0%   | 6,1%   | 4,2%   | 6,2%   | 5,2%   | 5,3%   | 6,2%   | 8,8%   | 11,7%  | 6,9%   | 10,6%  | 6,8%   | 6,8%   |  |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| <b>S.1. VALOR ANADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES (1-2)</b>       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| <b>3. GASTOS DE PERSONAL</b>   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| <b>S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (S.1 - 3)</b>    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| <b>4. CARGA FINANCIERA NETA</b>                                      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| Gastos financieros   | 0,6%   | 0,7%   | 0,6%   | 0,3%   | 0,2%   | 0,2%   | 1,3%   | 2,7%   | 2,7%   | 2,8%   | 2,7%   | 2,9%   | 2,2%   | 2,3%   | 3,1%   | 3,1%   | 2,4%   | 2,4%   |  |
| Ingresos por financiación recibida y asimilados                      | 0,7%   | 0,8%   | 0,9%   | 0,7%   | 0,8%   | 0,9%   | 0,3%   | 0,4%   | 0,5%   | 0,3%   | 0,4%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,2%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,4%   |  |
| Descuento sobre ventas por pronto pago y otros gastos financieros    | 0,3%   | 0,5%   | 0,5%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,2%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,3%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,2%   | 0,2%   |  |
| Ingresos financieros   | 0,5%   | 0,2%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,5%   | 0,4%   | 0,1%   | 0,03%  | 0,05%  | 0,03%  | 0,01%  | 0,05%  | 0,07%  | 0,01%  | 0,01%  | 0,01%  | 0,2%   | 0,2%   |  |
| <b>5. OTROS INGRESOS INCLUIDOS EN RECURSOS GENERADOS</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| Ingresos activados y otras revalorizaciones                          | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,1%   | -0,1%  | -0,4%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | -0,1%  | -0,1%  | -0,1%  | -0,1%  |  |
| Ingresos y gastos extraordinarios                                    | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,0%   | -0,1%  | -0,5%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Ingresos extraordinarios   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,2%   | 0,1%   | 0,1%   | -0,2%  | -0,1%  | -0,1%  | -0,1%  |  |
| Gastos extraordinarios   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,3%   | 0,6%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,2%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,3%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   |  |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Ajuste de flujos internos  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%   | -0,1%  | 0,2%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| <b>6. IMPUESTO SOBRE LOS BENEFICIOS</b>                              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| <b>S.3. RECURSOS GENERADOS (S.2 - 4+5+6)</b>                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| <b>7. OTROS INGRESOS NO INCLUIDOS EN RECURSOS GENERADOS</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| Ganancias y pérdidas de capital                                      | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 1,9%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,7%   | 2,9%   | 3,0%   | 2,1%   | 2,2%   | 2,2%   | 2,3%   | 1,8%   | 1,8%   |  |
| Plusvalías netas   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,2%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,2%   | 0,2%   |  |
| Resultado del inmovilizado material e inmaterial                     | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Resultado de la cartera de valores                                   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | -0,2%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Sin clasificar   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | -0,2%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Diferencias de cambio  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,2%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,1%   |  |
| Ingresos y gastos de otros ejercicios                                | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Diferimiento de resultados   | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,0%   | 0,1%   | 0,1%   |  |
| Subvenciones de capital transferidas al resultado del ejercicio      | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Beneficios diferidos   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Ajuste de flujos internos  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,1%   | -0,2%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,1%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| <b>8. AMORTIZACIONES Y PROVISIONES</b>                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| Amortizaciones y provisiones de explotación                          | 0,6%   | 0,5%   | 0,4%   | 0,4%   | 4,8%   | 0,5%   | 0,5%   | 0,9%   | 0,6%   | 0,6%   | 0,6%   | 1,0%   | 0,8%   | 0,8%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,7%   |  |
| Dotaciones de amortizaciones   | 0,8%   | 0,5%   | 0,4%   | 0,4%   | 4,8%   | 0,5%   | 0,5%   | 0,9%   | 0,6%   | 0,6%   | 0,6%   | 0,9%   | 0,7%   | 0,7%   | 0,5%   | 0,7%   | 0,6%   | 0,6%   |  |
| Dotación neta de provisiones de explotación                          | 0,4%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,2%   | 0,3%   | 0,4%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,5%   | 0,5%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,6%   | 0,5%   | 0,5%   |  |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Provisiones ajenas a la explotación y extraordinarias                | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Dotación neta de provisiones ajenas a la explotación                 | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| Dotación extraordinaria neta de provisiones para riesgos y gastos    | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |  |
| <b>S.4. RESULTADO NETO TOTAL (S.3 - 7+8)</b>                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| <b>9. PROPUESTA DE DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| <b>10. BENEFICIOS NO DISTRIBUIDOS</b>                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| PRO MEMORIA  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |  |
| RESULTADO ECONÓMICO NETO DE EXPLOTACIÓN (S.2 - 8.1)                  | 1,6%   | 1,3%   | 1,2%   | 1,1%   | -2,6%  | 2,2%   | 0,7%   | 1,9%   | 2,1%   | 2,2%   | 2,1%   | 2,0%   | 1,8%   | 1,6%   | 2,6%   | 2,4%   | 1,8%   | 1,8%   |  |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (S.4 - 4)                               | 1,0%   | 0,6%   | 0,4%   | 0,9%   | -2,9%  | 1,6%   | 1,3%   | 2,2%   | 2,8%   | 3,3%   | 3,0%   | 2,5%   | 2,5%   | 2,8%   | 2,4%   | 2,3%   | 2,3%   | 2,3%   |  |
| AUTOFINANCIACIÓN (S.3 - 9)   | 1,5%   | 0,9%   | 0,6%   | 0,9%   | 1,4%   | 1,8%   | 1,3%   | 2,4%   | 2,3%   | 2,6%   | 2,8%   | 1,8%   | 0,8%   | 0,8%   | 1,2%   | 1,2%   | 0,8%   | 0,5%   |  |

Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.



Tabla A4.3. Balance del sector de agencias de viajes en España (miles de euros).

|   | 1983         | 1984          | 1985          | 1986          | 1987          | 1988           | 1989           | 1990           | 1991           | 1992           | 1993           | 1994           | 1995           | 1996           | 1997           | 1998           | 1999           |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Municipio de empresas:  | 15           | 32            | 39            | 44            | 57            | 51             | 53             | 50             | 48             | 45             | 43             | 42             | 38             | 34             | 34             | 46             | 35             |
| <b>1. ACTIVO INMOVILIZADO</b>   | 1.415        | 5.490         | 7.768         | 9.000         | 15.103        | 18.256         | 16.891         | 17.520         | 18.899         | 19.785         | 26.324         | 40.115         | 38.873         | 36.896         | 49.489         | 142.404        | 142.404        |
| Gastos Amortizables   | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Gastos financieros diferidos y diferencias de cambio activadas          | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Gastos de establecimiento, formalización de deudas y otros a distribuir | 12           | 84            | 132           | 156           | 210           | 189            | 213            | 240            | 159            | 225            | 733            | 655            | 475            | 248            | 1.497          | 3.790          | 3.856          |
| Bienes en arrendamiento financiero                                      | 12           | 84            | 132           | 156           | 210           | 189            | 213            | 240            | 135            | 138            | 123            | 159            | 186            | 237            | 1.382          | 2.894          | 3.690          |
| Otro inmovilizado inmaterial  | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 174            | 397            | 376            | 288            | 267            | 222            | 216            | 1.635          | 96             |
| Inmovilizado material   | 138          | 222           | 358           | 307           | 502           | 520            | 661            | 703            | 670            | 529            | 556            | 1.082          | 2.269          | 2.635          | 736            | 3.603          | 3.687          |
| Inmovilizado Material Bruto   | 1.043        | 3.477         | 5.145         | 6.157         | 11.551        | 14.355         | 12.778         | 13.084         | 13.998         | 14.229         | 20.789         | 29.813         | 22.724         | 23.869         | 22.463         | 71.422         | 67.581         |
| Inmovilizado Material Bruto   | 1.524        | 5.559         | 8.162         | 9.520         | 15.695        | 20.215         | 19.758         | 21.023         | 22.595         | 23.740         | 31.679         | 47.768         | 44.316         | 47.519         | 44.724         | 119.307        | 104.138        |
| (-) Amortizaciones y Provisiones  | 481          | 2.083         | 3.017         | 3.363         | 4.144         | 5.860          | 6.981          | 7.939          | 8.597          | 9.511          | 10.890         | 17.955         | 21.591         | 23.650         | 22.261         | 47.886         | 36.557         |
| Inmovilizado Financiero   | 2.222        | 1.707         | 2.134         | 2.380         | 2.840         | 3.191          | 3.239          | 3.492          | 3.898          | 4.405          | 3.871          | 13.138         | 19.784         | 19.927         | 20.463         | 389.327        | 341.547        |
| <b>2. ACTIVO CIRCULANTE</b>   | 8.138        | 22.051        | 45.920        | 54.019        | 79.484        | 83.736         | 83.234         | 95.922         | 119.824        | 127.339        | 148.309        | 182.819        | 197.847        | 199.623        | 207.463        | 389.327        | 341.547        |
| Existencias   | 24           | 0             | 0             | 15            | 87            | 189            | 57             | 117            | 646            | 2.010          | 1.202          | 667            | 607            | 715            | 959            | 1.388          | 809            |
| Cilientes   | 5.373        | 17.228        | 33.828        | 35.983        | 43.630        | 41.632         | 52.369         | 56.095         | 58.382         | 50.997         | 54.818         | 65.222         | 69.309         | 67.196         | 66.992         | 124.912        | 106.746        |
| Otros Deudores  | 601          | 859           | 4.757         | 5.920         | 18.003        | 21.456         | 11.915         | 21.952         | 40.722         | 52.694         | 71.004         | 92.748         | 96.369         | 91.162         | 94.082         | 121.119        | 152.540        |
| Otros deudores de la explotación  | 601          | 844           | 1.926         | 2.449         | 12.654        | 15.710         | 3.345          | 6.945          | 14.971         | 11.086         | 15.942         | 26.048         | 20.921         | 15.236         | 15.566         | 28.136         | 45.602         |
| Otros Deudores Ajenos a Explotación                                     | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Sin Clasificar (cuestionario reducido)                                  | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Activos Financieros a Corto Plazo                                       | 93           | 637           | 1.274         | 1.737         | 1.379         | 1.217          | 3.251          | 2.049          | 3.588          | 6.635          | 4.222          | 4.243          | 7.284          | 10.142         | 14.662         | 79.571         | 40.232         |
| Disponibilidades (Caja y Bancos)  | 1.491        | 2.299         | 4.375         | 8.594         | 14.388        | 16.804         | 12.901         | 13.427         | 15.350         | 14.824         | 15.608         | 18.433         | 22.126         | 27.091         | 28.443         | 54.936         | 37.317         |
| Ajustes por Periodificación   | 556          | 1.028         | 1.686         | 1.770         | 1.995         | 2.437          | 2.741          | 2.281          | 1.136          | 1.079          | 1.454          | 1.506          | 2.152          | 3.318          | 2.326          | 7.402          | 3.904          |
| <b>S.1. TOTAL ACTIVO (+/-2)</b>   | <b>9.553</b> | <b>27.541</b> | <b>53.688</b> | <b>63.019</b> | <b>94.587</b> | <b>101.992</b> | <b>100.126</b> | <b>113.441</b> | <b>138.723</b> | <b>147.125</b> | <b>174.633</b> | <b>222.933</b> | <b>236.721</b> | <b>236.519</b> | <b>256.933</b> | <b>531.767</b> | <b>483.950</b> |
| <b>3. RECURSOS PROPIOS</b>  | 1.680        | 5.009         | 9.977         | 12.315        | 29.711        | 27.574         | 23.271         | 29.822         | 39.961         | 50.503         | 65.892         | 83.517         | 85.843         | 90.654         | 91.327         | 143.949        | 102.969        |
| Capital Desembolsado Neto   | 1.121        | 3.603         | 5.890         | 6.530         | 7.233         | 8.198          | 8.949          | 9.535          | 9.340          | 7.275          | 8.276          | 14.145         | 18.313         | 19.903         | 15.978         | 30.054         | 26.580         |
| Reserva y Prima de Emisión  | 559          | 1.406         | 4.087         | 5.785         | 14.480        | 10.785         | 14.310         | 20.266         | 30.477         | 43.213         | 57.604         | 69.363         | 67.521         | 70.739         | 75.334         | 113.817        | 76.374         |
| Beneficios no Distribuidos  | 174          | 535           | 920           | 1.394         | -4.204        | -3.230         | 4.108          | 6.996          | 10.626         | 12.874         | 14.935         | 10.244         | 3.173          | 1.608          | 3.997          | 10.656         | 3.408          |
| Resto de Reservas y Prima de Emisión                                    | 385          | 871           | 3.167         | 4.390         | 18.664        | 14.016         | 10.202         | 13.270         | 19.851         | 30.339         | 42.669         | 59.119         | 64.347         | 69.131         | 71.337         | 103.161        | 72.966         |
| Prima de Emisión  | 6            | 24            | 6             | 15            | 6             | 6              | 6              | 6              | 6              | 6              | 6              | 6              | 42             | 42             | 5.042          | 0              | 30             |
| Reservas de Revalorización  | 111          | 258           | 370           | 592           | 478           | 379            | 267            | 180            | 174            | 174            | 120            | 3.774          | 3.720          | 757            | 1.286          | 1.716          | 853            |
| Otras Reservas y Fondos   | 267          | 589           | 2.792         | 3.783         | 18.181        | 13.631         | 9.929          | 13.084         | 19.671         | 30.159         | 42.525         | 55.302         | 59.209         | 63.332         | 70.051         | 100.291        | 72.082         |
| Subvenciones de Capital   | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>4. RECURSOS AJENOS</b>   | 7.864        | 22.457        | 43.697        | 50.665        | 64.681        | 74.345         | 76.767         | 83.490         | 98.491         | 96.150         | 108.311        | 137.692        | 148.393        | 144.117        | 163.971        | 385.597        | 378.602        |
| Recursos Ajenos a Largo Plazo   | 640          | 4.547         | 6.139         | 8.907         | 9.090         | 6.815          | 7.687          | 8.628          | 4.366          | 4.405          | 5.719          | 5.532          | 3.804          | 5.656          | 6.752          | 27.064         | 45.975         |
| Financiación de Entidades de Crédito a Largo Plazo                      | 204          | 3.501         | 4.634         | 8.273         | 8.378         | 6.353          | 7.317          | 8.543          | 4.138          | 3.949          | 4.778          | 4.496          | 3.576          | 4.748          | 3.735          | 20.335         | 37.975         |
| Resto Financiación Ajena a Largo Plazo                                  | 436          | 1.046         | 1.506         | 634           | 712           | 463            | 370            | 84             | 228            | 457            | 941            | 1.037          | 228            | 908            | 3.017          | 6.729          | 8.000          |
| Obligaciones y otros Valores Negociables                                | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Otros Recursos Ajenos a Largo Plazo                                     | 436          | 1.046         | 1.506         | 634           | 712           | 463            | 370            | 84             | 228            | 457            | 941            | 1.037          | 228            | 908            | 3.017          | 6.729          | 8.000          |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)                                  | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Financiación a Corto Plazo con Coste                                    | 210          | 478           | 1.560         | 1.884         | 4.453         | 5.692          | 4.937          | 4.742          | 10.947         | 8.234          | 8.943          | 9.607          | 11.035         | 7.053          | 17.462         | 48.541         | 18.196         |
| Financiación de Entidades de Crédito a Corto Plazo                      | 204          | 478           | 1.560         | 1.884         | 4.273         | 5.523          | 4.868          | 4.736          | 8.168          | 5.241          | 5.854          | 6.284          | 6.163          | 6.879          | 14.130         | 32.779         | 16.161         |
| Resto Financiación Ajena a Corto Plazo con coste                        | 6            | 0             | 0             | 0             | 180           | 168            | 69             | 6              | 2.780          | 2.993          | 3.089          | 3.324          | 4.871          | 174            | 3.333          | 15.762         | 2.035          |
| Obligaciones y Otros Valores Negociables                                | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 355            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Otra Financiación a Corto Plazo con Coste                               | 6            | 0             | 0             | 0             | 180           | 168            | 69             | 6              | 2.425          | 2.831          | 3.038          | 3.077          | 4.327          | 0              | 0              | 322            | 727            |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)                                  | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 162            | 51             | 246            | 544            | 174            | 3.333          | 15.440         | 1.308          |
| Financiación a Corto Plazo sin Coste                                    | 7.014        | 17.432        | 35.998        | 39.874        | 51.137        | 61.838         | 64.143         | 70.120         | 83.177         | 83.511         | 93.650         | 122.552        | 133.554        | 131.408        | 139.756        | 309.993        | 314.432        |
| Proveedores   | 856          | 7.678         | 28.551        | 29.816        | 20.663        | 37.879         | 46.720         | 50.587         | 63.383         | 65.724         | 73.909         | 71.773         | 70.177         | 80.953         | 86.642         | 205.621        | 209.579        |
| Otros Acreedores sin Coste  | 5.728        | 8.952         | 6.344         | 8.739         | 28.136        | 20.726         | 14.878         | 17.772         | 18.223         | 16.387         | 18.406         | 49.313         | 61.354         | 48.321         | 51.221         | 101.619        | 102.650        |
| Otros Acreedores Comerciales  | 358          | 992           | 1.818         | 2.073         | 3.209         | 3.026          | 3.753          | 5.965          | 16.582         | 7.023          | 7.828          | 23.959         | 33.215         | 15.133         | 18.779         | 44.100         | 53.415         |
| Otros Acreedores no Comerciales   | 5.370        | 7.960         | 4.526         | 6.665         | 24.927        | 17.700         | 11.125         | 11.807         | 1.641          | 932            | 974            | 12.931         | 18.971         | 19.383         | 20.510         | 31.698         | 39.445         |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)                                  | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Ajustes por Periodificación   | 430          | 802           | 1.103         | 1.319         | 2.338         | 3.233          | 2.545          | 1.761          | 1.572          | 1.400          | 1.334          | 1.466          | 2.022          | 2.134          | 1.893          | 2.753          | 2.203          |
| Fondo de Pensiones  | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Otras Provisiones para Riesgos y Gastos                                 | 9            | 75            | 15            | 39            | 195           | 72             | 87             | 129            | 270            | 472            | 430            | 1.725          | 2.485          | 1.749          | 1.635          | 2.221          | 2.380          |
| <b>S.2. TOTAL PASIVO</b>  | <b>9.553</b> | <b>27.541</b> | <b>53.688</b> | <b>63.019</b> | <b>94.587</b> | <b>101.992</b> | <b>100.126</b> | <b>113.441</b> | <b>138.723</b> | <b>147.125</b> | <b>174.633</b> | <b>222.933</b> | <b>236.721</b> | <b>236.519</b> | <b>256.933</b> | <b>531.767</b> | <b>483.950</b> |

Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.



Tabla A4.4. Estructura del balance del sector de agencias de viajes en España.

|   | 1983  | 1984  | 1985  | 1986  | 1987  | 1988  | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| Número de empresas  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
| 1. ACTIVO INMOVILIZADO  | 15    | 32    | 39    | 44    | 57    | 51    | 53    | 50    | 48    | 45    | 43    | 42    | 38    | 34    | 34    | 46    | 35    |  |
| Gastos Amortizables   | 14,8% | 19,9% | 14,5% | 14,3% | 16,0% | 17,9% | 16,9% | 15,4% | 13,6% | 13,4% | 15,1% | 18,0% | 16,4% | 15,6% | 19,3% | 26,8% | 29,4% |  |
| Gastos financieros diferidos y diferencias de cambio activadas          | 0,1%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,6%  | 0,7%  | 0,8%  |  |
| Gastos de establecimiento, formalización de deudas y otros a distribuir | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,1%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,0%  | 0,2%  | 0,0%  |  |
| Bienes en arrendamiento financiero                                      | 0,1%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,8%  |  |
| Otro inmovilizado inmaterial  | 1,4%  | 0,8%  | 0,7%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,7%  | 0,6%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,5%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,3%  | 0,0%  |  |
| Inmovilizado material   | 10,9% | 12,6% | 9,6%  | 9,8%  | 12,2% | 14,1% | 12,8% | 11,5% | 10,1% | 9,7%  | 11,9% | 13,4% | 9,6%  | 10,1% | 0,3%  | 0,7%  | 0,8%  |  |
| (-) Amortizaciones y Provisiones  | 15,9% | 20,2% | 15,2% | 15,1% | 16,6% | 19,8% | 19,7% | 18,5% | 16,3% | 16,1% | 18,1% | 21,4% | 18,7% | 20,1% | 17,4% | 22,4% | 14,0% |  |
| Inmovilizado Financiero   | 5,0%  | 7,6%  | 5,6%  | 5,3%  | 4,4%  | 5,7%  | 7,0%  | 7,0%  | 6,2%  | 6,5%  | 6,2%  | 8,1%  | 9,1%  | 10,0% | 8,7%  | 9,0%  | 7,6%  |  |
| Sin Clasificar (cuestionario reducido)                                  | 2,3%  | 6,2%  | 4,0%  | 3,8%  | 3,0%  | 3,1%  | 3,2%  | 3,1%  | 2,8%  | 3,0%  | 2,2%  | 3,7%  | 5,6%  | 4,1%  | 9,6%  | 11,7% | 13,9% |  |
| 2. ACTIVO CIRCULANTE  | 85,2% | 80,1% | 85,5% | 85,7% | 84,0% | 82,1% | 83,1% | 84,6% | 86,4% | 86,6% | 84,9% | 82,0% | 83,6% | 84,4% | 80,7% | 73,3% | 70,6% |  |
| Existencias   | 0,3%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,5%  | 1,4%  | 0,7%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,2%  |  |
| Clientes  | 56,2% | 62,6% | 63,0% | 57,1% | 46,1% | 40,8% | 52,3% | 49,4% | 42,1% | 34,1% | 31,4% | 29,3% | 28,3% | 28,4% | 26,1% | 23,5% | 22,1% |  |
| Otros Deudores  | 6,3%  | 3,1%  | 8,9%  | 9,4%  | 19,0% | 21,0% | 11,9% | 19,4% | 29,4% | 35,8% | 40,7% | 41,6% | 40,7% | 38,5% | 36,6% | 22,8% | 31,5% |  |
| Otros deudores de la explotación  | 6,3%  | 3,1%  | 3,6%  | 3,9%  | 13,4% | 15,4% | 3,3%  | 6,1%  | 10,8% | 7,5%  | 9,1%  | 11,7% | 8,8%  | 6,4%  | 6,1%  | 5,3%  | 9,4%  |  |
| Otros Deudores Ajenos a Explotación                                     | 0,0%  | 0,1%  | 5,9%  | 5,5%  | 5,7%  | 5,6%  | 8,6%  | 13,2% | 18,6% | 26,1% | 28,8% | 27,6% | 29,7% | 30,4% | 29,0% | 14,7% | 21,4% |  |
| Sin Clasificar (cuestionario reducido)                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
| Activos Financieros a Corto Plazo                                       | 1,0%  | 2,3%  | 2,4%  | 2,8%  | 1,5%  | 1,2%  | 3,2%  | 1,8%  | 2,6%  | 4,5%  | 2,7%  | 2,3%  | 2,2%  | 1,7%  | 1,5%  | 2,8%  | 0,7%  |  |
| Disponibilidades (Caja y Bancos)  | 15,6% | 8,3%  | 8,1%  | 13,6% | 15,2% | 16,5% | 12,9% | 11,8% | 11,1% | 10,1% | 8,9%  | 8,3%  | 9,3%  | 11,5% | 11,1% | 10,3% | 8,3%  |  |
| Ajustes por Periodificación   | 5,8%  | 3,7%  | 3,1%  | 2,8%  | 2,1%  | 2,4%  | 2,7%  | 2,0%  | 0,8%  | 0,7%  | 0,8%  | 0,7%  | 0,9%  | 1,4%  | 0,9%  | 1,4%  | 0,8%  |  |
| 3. TOTAL ACTIVO (1+2)   | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  |  |
| 3. RECURSOS PROPIOS   | 17,6% | 18,2% | 18,6% | 19,5% | 31,4% | 27,0% | 23,2% | 26,3% | 28,8% | 34,3% | 37,7% | 37,5% | 36,3% | 38,3% | 35,5% | 27,1% | 21,3% |  |
| Capital DeseMBOLADO Neto  | 11,7% | 13,1% | 11,0% | 10,4% | 7,6%  | 8,0%  | 8,9%  | 8,9%  | 8,4%  | 6,7%  | 4,9%  | 6,3%  | 7,7%  | 8,4%  | 6,2%  | 5,7%  | 5,5%  |  |
| Reserva y Prima de Emisión  | 5,9%  | 5,1%  | 7,6%  | 9,2%  | 15,3% | 10,6% | 14,3% | 17,9% | 22,0% | 29,4% | 33,0% | 31,1% | 28,5% | 29,9% | 29,3% | 21,4% | 15,8% |  |
| Beneficios no Distribuidos  | 1,8%  | 1,9%  | 1,7%  | 2,2%  | -4,4% | -3,2% | 4,1%  | 6,2%  | 7,7%  | 8,8%  | 8,6%  | 4,6%  | 4,6%  | 1,3%  | 0,7%  | 2,0%  | 0,7%  |  |
| Resto de Reservas y Prima de Emisión                                    | 4,0%  | 3,2%  | 5,9%  | 7,0%  | 19,7% | 13,7% | 10,2% | 11,7% | 14,3% | 20,6% | 24,4% | 26,5% | 27,2% | 28,2% | 27,8% | 19,4% | 15,1% |  |
| Prima de Emisión  | 0,1%  | 0,1%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |  |
| Reservas de Revalorización  | 1,2%  | 0,9%  | 0,7%  | 0,9%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 1,7%  | 1,6%  | 0,3%  | 0,5%  | 0,3%  | 0,2%  |  |
| Otras Reservas y Fondos   | 2,8%  | 2,1%  | 5,2%  | 6,0%  | 19,2% | 13,4% | 9,9%  | 11,5% | 14,2% | 20,5% | 24,4% | 24,8% | 25,0% | 26,8% | 27,3% | 18,9% | 14,9% |  |
| Otras Reservas y Fondos   | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 8,5%  | 8,4%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,1%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |  |
| 4. RECURSOS AJENOS  | 82,3% | 81,5% | 81,4% | 80,4% | 68,4% | 72,9% | 76,7% | 73,6% | 71,0% | 65,4% | 62,0% | 61,8% | 62,7% | 60,9% | 63,8% | 72,5% | 78,2% |  |
| Recursos Ajenos a Largo Plazo   | 6,7%  | 16,5% | 11,4% | 14,1% | 9,6%  | 6,7%  | 7,7%  | 7,6%  | 3,1%  | 3,0%  | 3,3%  | 2,5%  | 1,6%  | 2,4%  | 2,6%  | 5,1%  | 9,5%  |  |
| Financiación de Entidades de Crédito a Largo Plazo                      | 2,1%  | 12,7% | 8,6%  | 13,1% | 8,9%  | 6,2%  | 7,3%  | 7,5%  | 3,0%  | 2,7%  | 2,7%  | 2,0%  | 1,5%  | 2,0%  | 1,5%  | 3,8%  | 7,8%  |  |
| Resto Financiación Ajena a Largo Plazo                                  | 4,6%  | 3,8%  | 2,8%  | 1,0%  | 0,8%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,3%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,4%  | 1,2%  | 1,3%  | 1,7%  |  |
| Obligaciones y otros Valores Negociables                                | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |  |
| Otros Recursos Ajenos a Largo Plazo                                     | 4,6%  | 3,8%  | 2,8%  | 1,0%  | 0,8%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,3%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,4%  | 1,2%  | 1,3%  | 1,7%  |  |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
| Financiación a Corto Plazo con Coste                                    | 2,2%  | 1,7%  | 2,9%  | 3,0%  | 4,7%  | 5,6%  | 4,9%  | 4,2%  | 7,9%  | 5,6%  | 5,1%  | 4,3%  | 4,7%  | 3,0%  | 6,8%  | 9,1%  | 3,8%  |  |
| Financiación de Entidades de Crédito a Corto Plazo                      | 2,1%  | 1,7%  | 2,9%  | 3,0%  | 4,5%  | 5,4%  | 4,9%  | 4,2%  | 5,9%  | 3,6%  | 3,4%  | 2,8%  | 2,6%  | 2,9%  | 5,5%  | 6,2%  | 3,3%  |  |
| Resto Financiación Ajena a Corto Plazo con coste                        | 0,1%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 1,8%  | 1,5%  | 2,1%  | 0,1%  | 1,3%  | 3,0%  | 0,4%  |  |
| Obligaciones y Otros Valores Negociables                                | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,3%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |  |
| Otra Financiación a Corto Plazo con Coste                               | 0,1%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,2%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,0%  | 1,7%  | 1,9%  | 1,7%  | 1,4%  | 1,8%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |  |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
| Financiación a Corto Plazo sin Coste                                    | 73,4% | 63,3% | 67,0% | 63,3% | 54,1% | 60,6% | 64,1% | 61,8% | 60,0% | 56,8% | 53,6% | 55,0% | 56,4% | 55,6% | 54,4% | 58,3% | 65,0% |  |
| Proveedores   | 9,0%  | 27,9% | 53,2% | 47,3% | 21,8% | 37,1% | 46,7% | 44,6% | 45,7% | 44,7% | 42,3% | 42,2% | 29,6% | 34,2% | 33,7% | 38,7% | 43,3% |  |
| Otros Acreedores sin Coste  | 60,0% | 32,5% | 11,8% | 13,9% | 29,7% | 20,3% | 14,9% | 15,7% | 13,1% | 11,1% | 10,5% | 10,7% | 25,9% | 20,4% | 19,9% | 19,1% | 21,2% |  |
| Otros Acreedores Comerciales  | 3,7%  | 3,6%  | 3,4%  | 3,3%  | 3,4%  | 3,0%  | 3,7%  | 5,3%  | 12,0% | 4,8%  | 4,5%  | 10,7% | 14,0% | 6,4%  | 7,3%  | 8,3%  | 11,0% |  |
| Otros Acreedores no Comerciales   | 56,2% | 28,9% | 8,4%  | 10,6% | 26,4% | 17,4% | 11,1% | 10,4% | 1,2%  | 0,6%  | 0,6%  | 5,8%  | 8,0%  | 8,2%  | 8,0%  | 6,0%  | 8,2%  |  |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
| Ajustes por Periodificación   | 4,5%  | 2,9%  | 2,1%  | 2,1%  | 2,5%  | 3,2%  | 2,5%  | 1,8%  | 1,1%  | 1,0%  | 0,8%  | 0,7%  | 0,9%  | 0,7%  | 0,6%  | 0,5%  | 2,0%  |  |
| 5. PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS                                    | 0,1%  | 0,3%  | 0,0%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,8%  | 1,0%  | 0,7%  | 0,6%  | 0,4%  | 0,5%  |  |
| Fondo de Pensiones  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |  |
| Otras Provisiones para Riesgos y Gastos                                 | 0,1%  | 0,3%  | 0,0%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,3%  | 0,2%  | 0,6%  | 0,9%  | 0,7%  | 0,6%  | 0,4%  | 0,5%  |  |
| 6. TOTAL PASIVO   | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  |  |

Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.



Tabla A4.5. Operaciones patrimoniales (miles de euros).

|  | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987    | 1988    | 1989    | 1990    | 1991    | 1992    | 1993    | 1994    | 1995    | 1996    | 1997    | 1998    | 1999     |
|--|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Número de empresas                                       | 15     | 32     | 39     | 44     | 57      | 51      | 53      | 50      | 48      | 45      | 43      | 42      | 38      | 34      | 34      | 46      | 35       |
| <b>1. ACTIVO INMOVILIZADO</b>                            |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| Gastos Amortizables                                      | 2.783  | 9.827  | 12.537 | 11.341 | 15.206  | 33.957  | 21.564  | 17.880  | 33.086  | 23.337  | 48.766  | 69.279  | 34.823  | 35.472  | 266.038 | 418.827 | -79.033  |
| Bienes en arrendamiento financiero                       | 0      | 36     | 469    | 865    | 108     | 252     | 288     | 469     | 865     | 108     | 288     | 180     | 144     | 325     | 16.035  | 6.359   | 7.008    |
| Otro inmovilizado inmaterial                             | 0      | 216    | 108    | 36     | 361     | 649     | 1.010   | 1.442   | 2.206   | 72      | 72      | 0       | 0       | 721     | 0       | 685     | 72       |
| Inmovilizado material                                    | 2.206  | 7.116  | 11.233 | 6.827  | 9.538   | 28.933  | 19.250  | 13.222  | 23.806  | 12.207  | 16.113  | 25.934  | 6.359   | 1.334   | 3.996   | 6.755   | 12.645   |
| Inmovilizado Financiero                                  | 577    | 2.458  | 721    | 3.612  | 5.926   | 4.117   | 1.010   | 2.747   | 5.163   | 361     | 1.334   | 40.526  | 17.447  | 9.538   | 34.065  | 127.619 | 90.915   |
| Sin clasificar   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| <b>2. ACTIVO CIRCULANTE</b>                              |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| Existencias  | 9.538  | 36.590 | 33.230 | 77.014 | 42.876  | 94.022  | 92.580  | 142.969 | 203.148 | 104.786 | 157.670 | 47.895  | -2.350  | -2.350  | 46.452  | 35.255  | -9.718   |
| Clientes   | 4.441  | 40.382 | 20.879 | 18.060 | 7.821   | 39.156  | 25.104  | 63.900  | 65.522  | 15.602  | 62.962  | 31.030  | -26.691 | -144    | 3.576   | -505    | -1.262   |
| Otros Deudores   | 3.324  | 1.154  | -8.775 | 22.033 | 18.601  | 34.101  | 31.751  | 90.915  | 94.786  | 107.822 | 108.687 | 3.432   | 33.410  | -11.630 | 23.337  | 63.719  | 63.106   |
| Otros Deudores de la explotación                         | 3.324  | 1.190  | -2.711 | 7.765  | 12.459  | 35.472  | 1.767   | 42.155  | 11.521  | 20.915  | 67.497  | -60.288 | -3.251  | -1.298  | 73.798  | 50.641  | 278.209  |
| Otros Deudores Ajenos a Explotación                      | 0      | -36    | -6.070 | 14.268 | 6.142   | -1.370  | 29.978  | 48.766  | 83.258  | 80.187  | 63.900  | 69.862  | 36.265  | -15.350 | 23.698  | 35.616  | 186.891  |
| Sin Clasificar (cuestionario reducido)                   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| Activos Financieros a Corto Plazo                        | 469    | 1.370  | 7.729  | -2.675 | -1.551  | 1.478   | 23.265  | -20.158 | 42.227  | 6.719   | 7.296   | 11.269  | 397     | 5.018   | 3.468   | -5.998  | 87.159   |
| Disponibilidades (Caja y Bancos)                         | 649    | -8.270 | 8.018  | 40.310 | 14.809  | 16.257  | 10.223  | 15.386  | -1.659  | -17.988 | -10.584 | 11.269  | 26.366  | 8.997   | 23.445  | -64.188 | 169.846  |
| Ajustes por Periodificación                              | 649    | 1.953  | 5.985  | -757   | 2.566   | 3.143   | 2.206   | -8.126  | 1.809   | 4.730   | -3.865  | 8.270   | 50.677  | -51.651 | 34.354  | 120.719 | -188.051 |
| <b>OPERACIONES PATRIMONIALES ACTIVOS (+/-)</b>           |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| <b>3. RECURSOS PROPIOS</b>                               |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| Capital Desembolsado Neto                                | 5.271  | 9.863  | 14.052 | 22.754 | 32.797  | 46.019  | 43.453  | 160.849 | 236.234 | 128.124 | 206.436 | 117.179 | 125.990 | 30.381  | 426.268 | 585.458 | 257.221  |
| Reserva y Prima de Emisión                               | 1.809  | 36     | 1.010  | 7.044  | 757     | 1.587   | 2.999   | 5.710   | 541     | 99.407  | 120.070 | 91.787  | 32.725  | 53.316  | 77.663  | 143.041 | 68.089   |
| Beneficios no Distribuidos                               | 3.468  | 9.827  | 13.042 | 15.710 | 28.861  | 40.707  | 40.382  | 89.725  | 88.968  | 109.847 | 112.227 | 80.878  | 32.509  | 53.316  | 1.809   | 1.046   | 31.679   |
| Resto de Reservas y Prima de Emisión                     | 3.504  | 9.971  | 12.898 | 19.250 | 29.041  | 45.190  | 42.011  | 90.446  | 89.581  | 108.471 | 117.143 | 84.274  | 34.029  | 44.030  | 75.601  | 141.202 | 36.301   |
| Subvenciones de Capital                                  | -36    | -144   | 144    | -3.540 | -180    | -4.478  | -1.623  | -721    | -613    | 1.370   | -4.910  | -3.396  | -1.515  | 9.286   | 216     | -10.295 | 60.792   |
| <b>4. RECURSOS AJENOS</b>                                |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| Recursos Ajenos a Largo Plazo                            | 7.044  | 36.554 | 31.715 | 65.594 | 25.285  | 81.960  | 70.691  | 65.414  | 146.437 | 28.716  | 86.365  | 25.429  | 93.265  | -22.935 | 349.621 | 442.417 | 189.132  |
| Financiación de Entidades de Crédito a Largo Plazo       | -2.638 | -613   | 8.342  | 26.727 | -29.293 | 2.819   | 14.376  | -3.215  | 4.261   | -7.513  | 10.367  | -12.387 | 25.573  | -22.971 | 58.767  | 154.743 | 83.366   |
| Resto Financiación Ajena a Largo Plazo                   | -649   | -1.046 | 13.078 | 32.883 | -30.634 | 361     | 17.447  | -3.143  | 2.206   | -7.296  | 0       | -3.179  | 25.212  | -21.600 | 28.067  | 142.067 | 60.612   |
| Obligaciones y otros Valores Negociables                 | -1.989 | 433    | -4.730 | -6.106 | 1.334   | 2.458   | -3.071  | -72     | 2.061   | -216    | 10.367  | -9.214  | 361     | -1.370  | 30.706  | 12.681  | 22.754   |
| Otros Recursos Ajenos a Largo Plazo                      | -1.989 | 433    | -4.730 | -6.106 | 1.334   | 2.458   | -3.071  | -72     | 2.061   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| Financiación a Corto Plazo con Coste                     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| Financiación a Corto Plazo sin Coste                     | 865    | 469    | 2.278  | 2.566  | 21.817  | -16.329 | -613    | 1.370   | 13.042  | -865    | 10.367  | -9.214  | -36     | -1.515  | 25.862  | 8.450   | 21.817   |
| Resto Financiación de Entidades de Crédito a Corto Plazo | 938    | 469    | 2.278  | 2.966  | 20.014  | -14.737 | -1.010  | 1.442   | 3.720   | -3.095  | -3.612  | -27.923 | 11.341  | 19.250  | 4.838   | 4.225   | 938      |
| Resto Financiación Ajena a Corto Plazo con coste         | -72    | 0      | 0      | 0      | 1.809   | -1.587  | 397     | -72     | 9.322   | 2.170   | -577    | -72     | -2.999  | 19.178  | 105.982 | 8.847   | -132.637 |
| Obligaciones y Otros Valores Negociables                 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| Otra Financiación a Corto Plazo con Coste                | -72    | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 4.261   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| Sin Clasificar (cuestionario reducido)                   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| Financiación a Corto Plazo sin Coste                     | 8.811  | 36.698 | 21.096 | 36.301 | 32.761  | 95.471  | 56.928  | 67.259  | 129.133 | 37.094  | 80.187  | 65.811  | 56.351  | 72      | 37.022  | -2.422  | 7.441    |
| Proveedores  | -2.206 | 26.691 | 18.024 | 38.002 | -216    | 68.521  | 15.855  | 52.739  | 102.587 | 48.297  | 61.514  | -45.010 | 9.682   | -19.214 | 147.843 | 278.822 | 2.350    |
| Otros Acreedores sin Coste                               | 10.043 | 9.177  | 793    | -2.458 | 28.067  | 20.086  | 43.994  | 20.086  | 21.817  | -10.548 | 18.818  | 108.945 | 41.867  | -38.543 | 163.740 | 167.963 | 238.403  |
| Otros Acreedores Comerciales                             | 902    | 938    | 1.406  | 2.675  | -4.838  | 1.767   | 12.537  | 18.169  | 20.555  | 5.890   | 4.369   | 65.919  | 11.990  | 397     | 51.687  | 112.954 | 167.063  |
| Otros Acreedores no Comerciales                          | 9.141  | 8.234  | -613   | -5.127 | 32.905  | 18.313  | 31.463  | 1.917   | 1.262   | 865     | -216    | 42.155  | 31.679  | -7.008  | 43.814  | 39.625  | 60.409   |
| Sin Clasificar (cuestionario reducido)                   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0        |
| Ajustes por Periodificación                              | 974    | 829    | 2.278  | 757    | 4.910   | 6.864   | -2.927  | -5.565  | 4.730   | -17.303 | 14.665  | 865     | -1.809  | -31.932 | 3.576   | 24.996  | 33.663   |
| <b>5. PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS</b>              |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| <b>OPERACIONES PATRIMONIALES PASIVOS</b>                 |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
|  | 12.315 | 46.416 | 45.767 | 88.355 | 58.082  | 127.980 | 114.144 | 160.849 | 236.234 | 128.124 | 206.436 | 117.179 | 125.990 | 30.381  | 426.268 | 585.458 | 257.221  |

Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.



Tabla A4.6. Operaciones patrimoniales (%).

|  | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |     |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| Numero de empresas                                 | 15   | 32   | 39   | 44   | 57   | 74   | 81   | 89   | 86   | 82   | 76   | 76   | 41   | 72   | -17  | 38   | 29   | 131 |
| <b>1. ACTIVO INMOVILIZADO</b>                      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |     |
| Gastos Amortizables                                | 23   | 21   | 27   | 13   | 26   | 27   | 19   | 11   | 14   | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Bienes en arrendamiento financiero                 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Otro inmovilizado inmaterial                       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Inmovilizado material                              | 18   | 15   | 25   | 8    | 10   | 23   | 17   | 8    | 10   | 10   | 10   | 8    | 22   | 11   | 85   | 8    | 22   | 35  |
| Inmovilizado Financiero                            | 5    | 5    | 2    | 4    | 10   | 3    | 1    | 2    | 2    | 0    | 0    | 1    | 35   | 14   | 31   | 39   | 41   | -70 |
| Sin clasificar                                     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| <b>2. ACTIVO CIRCULANTE</b>                        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |     |
| Existencias  | 77   | 79   | 73   | 87   | 74   | 74   | 81   | 89   | 86   | 82   | 76   | 76   | 41   | 72   | -17  | 38   | 29   | 131 |
| Carteras   | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Otros Deudores                                     | 36   | 87   | 46   | 20   | 13   | 31   | 22   | 40   | 28   | 20   | 31   | 27   | -21  | 167  | 6    | 11   | 25   | 25  |
| Otros deudores de la explotación                   | 27   | 3    | -19  | 25   | 32   | 27   | 28   | 57   | 40   | 84   | 53   | 3    | 27   | -38  | 17   | 9    | 108  | 108 |
| Otros Deudores Ajenos a Explotación                | 27   | 3    | -6   | 9    | 22   | 28   | 2    | 26   | 5    | 16   | 18   | -51  | -3   | -4   | 6    | 6    | 73   | 73  |
| Sin Clasificar (cuestionario reducido)             | 0    | 0    | -13  | 16   | 11   | 0    | 0    | 30   | 35   | 63   | 31   | 60   | 29   | -51  | 11   | -1   | 84   | 84  |
| Activos Financieros a Corto Plazo                  | 4    | 3    | 17   | -3   | -3   | 1    | 20   | -13  | 18   | -14  | -5   | 4    | -5   | 0    | 17   | 1    | 4    | 2   |
| Disponibilidades (Caja y Bancos)                   | 5    | -18  | 18   | 46   | 26   | 13   | 9    | 10   | -1   | 4    | -2   | 7    | 40   | -170 | 8    | -11  | 66   | 66  |
| Ajustes por Periodificación                        | 5    | 4    | 12   | -1   | 4    | 3    | 2    | -5   | 1    | 1    | 2    | 2    | -2   | 4    | -4   | 0    | -1   | -73 |
| <b>OPERACIONES PATRIMONIALES ACTIVOS (+/-)</b>     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |     |
| <b>3. RECURSOS PROPIOS</b>                         |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |     |
| Capital Desembolsado Neto                          | 43   | 21   | 31   | 26   | 57   | 36   | 38   | 59   | 38   | 78   | 58   | 78   | 26   | 176  | 18   | 24   | 27   | 27  |
| Reserva y Prima de Emisión                         | 34   | 0    | 7    | 31   | 2    | 4    | 7    | 6    | 1    | -11  | 7    | 7    | 12   | 1    | 0    | 2    | 1    | 47  |
| Beneficios no Distribuidos                         | 66   | 100  | 93   | 69   | 88   | 89   | 93   | 94   | 99   | 111  | 94   | 94   | 88   | 99   | 100  | 98   | 99   | 53  |
| Resto de Reservas y Prima de Emisión               | 66   | 101  | 92   | 85   | 89   | 98   | 97   | 95   | 100  | 109  | 98   | 98   | 92   | 104  | 83   | 97   | 106  | 89  |
| Subvenciones de Capital                            | -1   | -2   | 1    | -16  | -1   | -10  | -4   | -1   | -1   | 1    | -4   | -4   | -4   | -5   | 17   | 0    | -7   | -36 |
| Subvenciones de Capital                            | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| <b>4. RECURSOS AJENOS</b>                          |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |     |
| Recursos Ajenos a Largo Plazo                      | 57   | 79   | 69   | 74   | 44   | 64   | 62   | 41   | 62   | 22   | 42   | 42   | 22   | 74   | -76  | 82   | 76   | 74  |
| Financiación de Entidades de Crédito a Largo Plazo | -21  | -1   | 18   | 30   | -50  | 2    | 13   | -2   | 2    | -6   | 5    | 5    | -11  | 20   | -76  | 14   | 26   | 32  |
| Resto Financiación Ajena a Largo Plazo             | -5   | -2   | 29   | 37   | -53  | 0    | 15   | -2   | 1    | -6   | 0    | 0    | -3   | 20   | -71  | 7    | 24   | 24  |
| Obligaciones y otros Valores Negociables           | -16  | 1    | -10  | -7   | 2    | 2    | -3   | 0    | 1    | 0    | 5    | 5    | -8   | 0    | -5   | 7    | 2    | 9   |
| Otros Recursos Ajenos a Largo Plazo                | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)             | -16  | 1    | -10  | -7   | 2    | 2    | -3   | 0    | 1    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Financiación a Corto Plazo con Coste               | 7    | 1    | 5    | 3    | 38   | -13  | -1   | 1    | 6    | 0    | 0    | 0    | -8   | 0    | 1    | 6    | 1    | 9   |
| Financiación de Entidades de Crédito a Corto Plazo | 8    | 1    | 5    | 3    | 35   | -12  | -1   | 1    | 2    | -2   | -2   | -2   | -24  | 9    | 63   | 34   | 2    | -52 |
| Resto Financiación Ajena a Corto Plazo con coste   | -1   | 0    | 0    | 0    | 3    | -1   | 0    | 0    | 4    | 2    | 0    | 0    | -24  | -2   | 63   | 25   | 5    | -55 |
| Obligaciones y Otros Valores Negociables           | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Otra Financiación a Corto Plazo con Coste          | -1   | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 2    | 2    | 2    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)             | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Financiación a Corto Plazo sin Coste               | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0   |
| Proveedores  | 72   | 79   | 46   | 41   | 56   | 75   | 50   | 42   | 55   | 29   | 39   | 39   | 56   | 45   | -63  | 35   | 48   | 93  |
| Otros Acreedores sin Coste                         | -18  | 56   | 39   | 43   | 0    | 54   | 14   | 33   | 43   | 38   | 30   | 30   | -38  | 8    | 75   | 22   | 28   | 65  |
| Otros Acreedores Comerciales                       | 82   | 20   | 2    | -3   | 48   | 16   | 39   | 13   | 9    | -8   | 9    | 93   | 33   | -127 | 12   | 19   | 31   | 31  |
| Otros Acreedores no Comerciales                    | 7    | 2    | 3    | 3    | -8   | 1    | 11   | 11   | 9    | 5    | 2    | 56   | 10   | 1    | 10   | 7    | 26   | 26  |
| Sin Clasificar (Cuestionario Reducido)             | 74   | 18   | -1   | -6   | 57   | 14   | 28   | 1    | 1    | 1    | 0    | 36   | 25   | -23  | 1    | 8    | 13   | 13  |
| Ajustes por Periodificación                        | 8    | 2    | 5    | 1    | 9    | 5    | -3   | -4   | 2    | -1   | 0    | 0    | 2    | 4    | -11  | 0    | 0    | -4  |
| <b>5. PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS</b>        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |     |
| <b>OPERACIONES PATRIMONIALES PASIVOS</b>           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |     |
|  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100 |

Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.

## Anexo nº5. Evolución de las Agencias de Viajes en España.

Tabla A5.1. Casas Centrales.

| AÑOS | CASAS CENTRALES |    |          |     |            |     |         |    |       |
|------|-----------------|----|----------|-----|------------|-----|---------|----|-------|
|      | Mayoristas      | %  | May-min. | %   | Minoristas | %   | Grupo B | %  | TOTAL |
| 1982 | 20              | 2% | 89       | 11% | 695        | 85% | 12      | 1% | 816   |
| 1983 | 22              | 2% | 112      | 12% | 817        | 85% | 9       | 1% | 960   |
| 1984 | 23              | 2% | -        | -   | -          | -   | 8       | 1% | 1162  |
| 1985 | 25              | 2% | -        | -   | -          | -   | 7       | 1% | 1295  |
| 1986 | 26              | 2% | -        | -   | -          | -   | 5       | 0% | 1448  |
| 1987 | 28              | 2% | -        | -   | -          | -   | 5       | 0% | 1665  |
| 1988 | 36              | 2% | 210      | 11% | 1686       | 87% | 5       | 0% | 1937  |
| 1989 | 47              | 2% | 226      | 11% | 1786       | 87% | 5       | 0% | 2064  |
| 1990 | 68              | 3% | 216      | 10% | 1907       | 87% | 5       | 0% | 2196  |
| 1991 | 76              | 3% | 207      | 9%  | 1902       | 87% | 5       | 0% | 2190  |
| 1992 | 77              | 3% | 207      | 9%  | 2011       | 87% | 5       | 0% | 2300  |
| 1993 | 96              | 4% | 205      | 8%  | 2160       | 88% | 5       | 0% | 2466  |
| 1994 | 115             | 4% | 238      | 9%  | 2346       | 87% | 3       | 0% | 2702  |
| 1995 | 126             | 4% | 245      | 9%  | 2504       | 87% | 3       | 0% | 2878  |
| 1996 | 125             | 4% | 252      | 9%  | 2503       | 87% | 3       | 0% | 2883  |
| 1997 | 134             | 4% | 273      | 9%  | 2666       | 87% | 3       | 0% | 3076  |
| 1998 | 132             | 4% | 305      | 9%  | 2859       | 87% | 3       | 0% | 3299  |
| 1999 | 130             | 4% | 324      | 10% | 2949       | 87% |         | 0% | 3403  |

Fuente: Secretaría General de Turismo – Turespaña y elaboración propia.

Tabla A5.2. Sucursales.

| AÑOS | SUCURSALES |    |          |     |            |     |       |
|------|------------|----|----------|-----|------------|-----|-------|
|      | Mayoristas | %  | May-min. | %   | Minoristas | %   | TOTAL |
| 1982 | 46         | 3% | 642      | 42% | 839        | 55% | 1527  |
| 1983 | 51         | 3% | 703      | 42% | 905        | 55% | 1659  |
| 1984 | -          | -  | -        | -   | -          | -   | -     |
| 1985 | -          | -  | -        | -   | -          | -   | -     |
| 1986 | -          | -  | -        | -   | -          | -   | -     |
| 1987 | -          | -  | -        | -   | -          | -   | -     |
| 1988 | 77         | 3% | 941      | 42% | 1229       | 55% | 2247  |
| 1989 | 65         | 3% | 1017     | 43% | 1304       | 55% | 2386  |
| 1990 | 62         | 3% | 1053     | 43% | 1352       | 55% | 2467  |
| 1991 | 67         | 3% | 1053     | 43% | 1355       | 55% | 2475  |
| 1992 | 67         | 3% | 1073     | 42% | 1405       | 55% | 2545  |
| 1993 | 79         | 3% | 1182     | 43% | 1470       | 54% | 2731  |
| 1994 | 97         | 3% | 1484     | 50% | 1410       | 47% | 2991  |
| 1995 | 101        | 3% | 1683     | 52% | 1474       | 45% | 3258  |
| 1996 | 104        | 3% | 1813     | 53% | 1501       | 44% | 3418  |
| 1997 | 123        | 3% | 1969     | 53% | 1622       | 44% | 3714  |
| 1998 | 123        | 3% | 2218     | 56% | 1642       | 41% | 3983  |
| 1999 | 113        | 3% | 2439     | 58% | 1683       | 40% | 4235  |

Fuente: Secretaría General de Turismo – Turespaña y elaboración propia.

Tabla A5.3. Tasas de Variación Anual.

| AÑOS | TASAS DE VARIACIÓN ANUAL |            |
|------|--------------------------|------------|
|      | Agencias                 | Visitantes |
| 1982 |                          |            |
| 1983 | 18%                      | -2%        |
| 1984 | 21%                      | 4%         |
| 1985 | 11%                      | 1%         |
| 1986 | 12%                      | 10%        |
| 1987 | 15%                      | 7%         |
| 1988 | 16%                      | 7%         |
| 1989 | 7%                       | 0%         |
| 1990 | 6%                       | -4%        |
| 1991 | 0%                       | 3%         |
| 1992 | 5%                       | 3%         |
| 1993 | 7%                       | 3%         |
| 1994 | 10%                      | 7%         |
| 1995 | 7%                       | 3%         |
| 1996 | 0%                       | 5%         |
| 1997 | 7%                       | 9%         |
| 1998 | 7%                       | 9%         |
| 1999 | 3%                       | 6%         |

Fuente: Secretaría General de Turismo – Turespaña y elaboración propia.

Tabla A4.1. Cuenta de pérdidas y ganancias del sector de agencias de viajes en España (miles de euros).

|  | 1983          | 1984           | 1985           | 1986           | 1987           | 1988           | 1989           | 1990           | 1991           | 1992           | 1993           | 1994           | 1995           | 1996           | 1997             | 1998             | 1999             |
|--|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Número de empresas   | 15            | 32             | 39             | 44             | 57             | 51             | 53             | 50             | 48             | 45             | 43             | 42             | 38             | 34             | 34               | 46               | 35               |
| <b>1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN</b>                                     | <b>39.991</b> | <b>182.840</b> | <b>335.010</b> | <b>360.872</b> | <b>344.548</b> | <b>419.242</b> | <b>552.012</b> | <b>626.351</b> | <b>639.062</b> | <b>682.143</b> | <b>702.349</b> | <b>786.382</b> | <b>886.337</b> | <b>961.036</b> | <b>1.093.469</b> | <b>2.159.737</b> | <b>2.061.874</b> |
| Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación | 39.991        | 182.840        | 335.010        | 360.860        | 333.393        | 407.017        | 552.006        | 626.351        | 639.050        | 682.143        | 702.223        | 786.100        | 885.916        | 960.796        | 1.090.897        | 2.159.388        | 2.060.564        |
| Consumo de mercaderías (-)   | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                |
| Variación de existencias de productos terminados y en curso          | 0             | 0              | 0              | 6              | 0              | 0              | 0              | 0              | 12             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                |
| Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado              | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 6              | 0              | 84             | 0              | 2.392            | 186              | 1.052            |
| Subvenciones a la explotación  | 0             | 0              | 0              | 6              | 11.155         | 12.225         | 6              | 0              | 0              | 0              | 120            | 282            | 337            | 240            | 180              | 162              | 258              |
| <b>2. CONSUMOS INTERMEDIOS</b>                                       | <b>35.712</b> | <b>169.479</b> | <b>311.024</b> | <b>334.565</b> | <b>305.789</b> | <b>370.879</b> | <b>507.501</b> | <b>565.967</b> | <b>572.722</b> | <b>609.444</b> | <b>625.251</b> | <b>692.715</b> | <b>783.203</b> | <b>856.953</b> | <b>975.304</b>   | <b>1.946.834</b> | <b>1.874.845</b> |
| Compras netas  | 2.206         | 100.165        | 238.049        | 268.863        | 214.099        | 335.118        | 471.218        | 538.002        | 531.000        | 572.085        | 586.834        | 642.043        | 702.980        | 741.403        | 897.473          | 1.706.418        | 1.721.046        |
| Variación de existencias de mercaderías y materias primas            | 0             | 0              | 0              | 0              | 138            | -18            | 6              | 174            | 66             | 24             | -24            | 54             | 319            | -96            | 469              | -150             | -198             |
| Otros gastos de explotación  | 33.488        | 68.762         | 71.659         | 64.140         | 90.026         | 33.561         | 33.723         | 26.396         | 39.691         | 35.394         | 36.920         | 48.880         | 77.735         | 112.257        | 75.451           | 228.385          | 140.601          |
| Tributos   | 18            | 529            | 1.310          | 1.599          | 1.749          | 2.140          | 2.476          | 1.593          | 1.983          | 1.965          | 1.448          | 1.629          | 1.947          | 3.179          | 2.849            | 11.876           | 12.501           |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0             | 24             | 6              | -36            | 54             | 42             | 90             | 150            | 114            | 24             | 24             | 216            | 859            | 18             | 0                | 6                | 499              |
| <b>S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES (1-2)</b>       | <b>4.279</b>  | <b>13.360</b>  | <b>23.986</b>  | <b>26.306</b>  | <b>38.759</b>  | <b>48.363</b>  | <b>44.511</b>  | <b>60.384</b>  | <b>66.340</b>  | <b>72.698</b>  | <b>77.098</b>  | <b>93.668</b>  | <b>103.134</b> | <b>104.083</b> | <b>118.165</b>   | <b>212.903</b>   | <b>187.029</b>   |
| <b>3. GASTOS DE PERSONAL</b>   | <b>3.306</b>  | <b>10.067</b>  | <b>18.613</b>  | <b>21.144</b>  | <b>31.150</b>  | <b>37.149</b>  | <b>37.473</b>  | <b>43.171</b>  | <b>49.241</b>  | <b>53.730</b>  | <b>58.058</b>  | <b>71.118</b>  | <b>83.535</b>  | <b>81.666</b>  | <b>84.647</b>    | <b>146.563</b>   | <b>137.205</b>   |
| <b>S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN (S.1 -3)</b>     | <b>974</b>    | <b>3.294</b>   | <b>5.373</b>   | <b>5.163</b>   | <b>7.609</b>   | <b>11.215</b>  | <b>7.038</b>   | <b>17.213</b>  | <b>17.099</b>  | <b>18.968</b>  | <b>19.040</b>  | <b>22.550</b>  | <b>19.599</b>  | <b>22.418</b>  | <b>33.518</b>    | <b>66.340</b>    | <b>49.824</b>    |
| <b>4. CARGA FINANCIERA NETA</b>                                      | <b>252</b>    | <b>1.244</b>   | <b>2.164</b>   | <b>1.034</b>   | <b>799</b>     | <b>553</b>     | <b>-2.296</b>  | <b>-2.236</b>  | <b>-4.369</b>  | <b>-7.248</b>  | <b>-8.066</b>  | <b>-8.306</b>  | <b>-6.545</b>  | <b>-6.287</b>  | <b>-5.974</b>    | <b>-2.987</b>    | <b>-4.027</b>    |
| Gastos financieros   | 288           | 1.388          | 2.897          | 2.596          | 2.819          | 2.837          | 1.659          | 2.506          | 2.903          | 2.278          | 2.488          | 2.182          | 2.530          | 2.945          | 2.152            | 9.208            | 8.150            |
| Intereses por financiación recibida y asimilados                     | 102           | 974            | 1.713          | 1.112          | 1.016          | 1.178          | 1.322          | 2.320          | 2.608          | 2.092          | 2.392          | 1.761          | 1.941          | 2.891          | 2.013            | 4.622            | 3.179            |
| Descuento sobre ventas por pronto pago y otros gastos financieros    | 186           | 415            | 1.184          | 1.484          | 1.803          | 1.659          | 337            | 186            | 294            | 186            | 96             | 421            | 589            | 54             | 138              | 4.586            | 4.970            |
| Ingresos financieros   | 36            | 144            | 733            | 1.563          | 2.019          | 2.284          | 3.955          | 4.742          | 7.272          | 9.526          | 10.554         | 10.488         | 9.075          | 9.232          | 8.126            | 12.195           | 12.177           |
| <b>5. OTROS INGRESOS INCLUIDOS EN RECURSOS GENERADOS</b>             | <b>0</b>      | <b>24</b>      | <b>-264</b>    | <b>367</b>     | <b>-421</b>    | <b>-1.478</b>  | <b>210</b>     | <b>54</b>      | <b>126</b>     | <b>-192</b>    | <b>493</b>     | <b>577</b>     | <b>781</b>     | <b>962</b>     | <b>-601</b>      | <b>-1.707</b>    | <b>-1.052</b>    |
| Intereses activados y otras revalorizaciones                         | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                |
| Ingresos y gastos extraordinarios                                    | 0             | 0              | -288           | -132           | -216           | -2.188         | 355            | -54            | -24            | -114           | 463            | 294            | -60            | 865            | -2.392           | -1.635           | -1.334           |
| Ingresos extraordinarios   | 0             | 0              | 6              | 12             | 877            | 258            | 409            | 222            | 625            | 367            | 661            | 1.563          | 1.016          | 1.436          | 817              | 1.268            | 1.340            |
| Gastos extraordinarios   | 0             | 0              | 294            | 144            | 1.094          | 2.446          | 54             | 276            | 649            | 481            | 198            | 1.268          | 1.076          | 571            | 3.209            | 2.903            | 2.675            |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0             | 24             | 6              | -36            | 54             | 42             | 90             | 150            | 114            | 24             | 24             | 216            | 859            | 18             | 0                | 6                | 499              |
| Ajuste de flujos internos  | 0             | 0              | 18             | 535            | -258           | 667            | -234           | -42            | 36             | -102           | 6              | 66             | -18            | 78             | 1.791            | -78              | -216             |
| <b>6. IMPUESTO SOBRE LOS BENEFICIOS</b>                              | <b>84</b>     | <b>156</b>     | <b>325</b>     | <b>889</b>     | <b>932</b>     | <b>1.226</b>   | <b>1.995</b>   | <b>4.165</b>   | <b>5.950</b>   | <b>7.447</b>   | <b>7.531</b>   | <b>7.915</b>   | <b>8.036</b>   | <b>8.162</b>   | <b>10.391</b>    | <b>18.024</b>    | <b>15.326</b>    |
| <b>S.3. RECURSOS GENERADOS (S.2. -4+5-6)</b>                         | <b>637</b>    | <b>1.917</b>   | <b>2.620</b>   | <b>3.606</b>   | <b>5.457</b>   | <b>7.957</b>   | <b>7.549</b>   | <b>15.338</b>  | <b>15.644</b>  | <b>18.577</b>  | <b>20.068</b>  | <b>23.518</b>  | <b>18.890</b>  | <b>21.504</b>  | <b>28.500</b>    | <b>49.596</b>    | <b>37.473</b>    |
| <b>7. OTROS INGRESOS NO INCLUIDOS EN RECURSOS GENERADOS</b>          | <b>-6</b>     | <b>0</b>       | <b>-198</b>    | <b>-24</b>     | <b>-30</b>     | <b>-547</b>    | <b>385</b>     | <b>126</b>     | <b>415</b>     | <b>409</b>     | <b>-463</b>    | <b>-246</b>    | <b>1.785</b>   | <b>1.785</b>   | <b>-757</b>      | <b>679</b>       | <b>7.639</b>     |
| Ganancias y pérdidas de capital                                      | -6            | 0              | -6             | 535            | -288           | 54             | 120            | 72             | 216            | 373            | -355           | 397            | 1.136          | 1.196          | 337              | 264              | 3.840            |
| Plusvalías netas   | -6            | 0              | -6             | 0              | -853           | 48             | 114            | 72             | 198            | -150           | -192           | 270            | 577            | 703            | -66              | -709             | 1.088            |
| Resultado del inmovilizado material e inmaterial                     | -6            | 0              | -6             | 0              | -18            | 48             | 90             | 72             | 132            | -6             | -60            | -6             | 6              | 108            | -48              | -613             | 210              |
| Resultado de la cartela de valores                                   | 0             | 0              | 0              | 0              | -835           | 0              | 24             | 0              | 66             | -150           | -102           | 258            | 0              | 0              | -270             | -234             | -1.238           |
| Sin clasificar   | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 6              | -30            | 18             | 571            | 595            | 252              | 138              | 2.116            |
| Diferencias de cambio  | 0             | 0              | 0              | 535            | 565            | 6              | 6              | 0              | 18             | 523            | -162           | 126            | 559            | 493            | 403              | 974              | 2.753            |
| Ingresos y gastos de otros ejercicios                                | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | -18            | -72            | -102           | 12             | 84             | 667            | 697              | 367              | 1.238            |
| Diferimiento de resultados   | 0             | 0              | -174           | -24            | 0              | 66             | 30             | 12             | 252            | 6              | 0              | -589           | 547            | 0              | 0                | -30              | 2.344            |
| Subvenciones de capital transferidas al resultado del ejercicio      | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 6              | 252            | 6              | 0              | 6              | 0              | 0              | 0                | 72               | 12               |
| Beneficios diferidos   | 0             | 0              | -174           | -24            | 0              | 66             | 30             | 6              | 0              | 0              | 0              | -595           | 547            | 0              | 0                | -102             | 2.332            |
| Ajuste de flujos internos  | 0             | 0              | -18            | -535           | 258            | -667           | 234            | 42             | -36            | 102            | -6             | -66            | 18             | -78            | -1.791           | 78               | 216              |
| <b>8. AMORTIZACIONES Y PROVISIONES</b>                               | <b>325</b>    | <b>992</b>     | <b>1.370</b>   | <b>1.292</b>   | <b>16.456</b>  | <b>2.080</b>   | <b>2.993</b>   | <b>5.553</b>   | <b>3.901</b>   | <b>3.901</b>   | <b>4.177</b>   | <b>7.711</b>   | <b>6.815</b>   | <b>7.591</b>   | <b>7.549</b>     | <b>15.404</b>    | <b>13.733</b>    |
| Amortizaciones y provisiones de explotación                          | 325           | 968            | 1.352          | 1.328          | 16.402         | 1.965          | 2.903          | 5.403          | 3.642          | 3.895          | 4.087          | 6.864          | 6.281          | 6.707          | 5.361            | 15.200           | 12.681           |
| Dotaciones de amortizaciones   | 162           | 601            | 902            | 896            | 1.112          | 1.533          | 1.857          | 1.917          | 2.278          | 2.428          | 3.227          | 4.309          | 3.925          | 4.321          | 3.943            | 12.423           | 10.536           |
| Dotación neta de provisiones de explotación                          | 162           | 367            | 451            | 433            | 15.290         | 433            | 1.046          | 3.486          | 1.364          | 1.466          | 859            | 2.554          | 2.356          | 2.386          | 1.418            | 2.777            | 2.146            |
| Dotación ordinaria a las provisiones para riesgos y gastos           | 0             | 24             | 6              | -36            | 54             | 42             | 90             | 150            | 114            | 24             | 24             | 216            | 859            | 18             | 0                | 6                | 499              |
| Provisiones ajenas a la explotación y extraordinarias                | 0             | 0              | 12             | 0              | 0              | 72             | 0              | 0              | 144            | -18            | 66             | 631            | -325           | 865            | 2.188            | 198              | 553              |
| Dotación neta de provisiones ajenas a la explotación                 | 0             | 0              | 12             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 144            | -18            | 66             | 631            | 367            | 811            | 2.356            | 6                | 553              |
| Dotación extraordinaria neta de provisiones para riesgos y gastos    | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 72             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | -691           | 54             | -168             | 192              | 0                |
| <b>S.4. RESULTADO NETO TOTAL (S.3. +7-8)</b>                         | <b>307</b>    | <b>926</b>     | <b>1.052</b>   | <b>2.290</b>   | <b>-11.029</b> | <b>5.331</b>   | <b>4.940</b>   | <b>9.911</b>   | <b>12.158</b>  | <b>15.085</b>  | <b>15.428</b>  | <b>15.560</b>  | <b>13.859</b>  | <b>15.698</b>  | <b>20.194</b>    | <b>34.871</b>    | <b>31.379</b>    |
| <b>9. PROPUESTA DE DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS</b>                    | <b>54</b>     | <b>258</b>     | <b>475</b>     | <b>403</b>     | <b>625</b>     | <b>439</b>     | <b>559</b>     | <b>288</b>     | <b>739</b>     | <b>529</b>     | <b>577</b>     | <b>9.496</b>   | <b>13.228</b>  | <b>14.178</b>  | <b>15.921</b>    | <b>24.389</b>    | <b>27.358</b>    |
| <b>10. BENEFICIOS NO DISTRIBUIDOS</b>                                | <b>252</b>    | <b>667</b>     | <b>577</b>     | <b>1.887</b>   | <b>-11.654</b> | <b>4.892</b>   | <b>4.381</b>   | <b>9.622</b>   | <b>11.419</b>  | <b>14.557</b>  | <b>14.851</b>  | <b>6.064</b>   | <b>631</b>     | <b>1.521</b>   | <b>4.273</b>     | <b>10.482</b>    | <b>4.021</b>     |
| PRO MEMORIA  | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0                | 0                |
| <b>RESULTADO ECONÓMICO NETO DE EXPLOTACIÓN (S.2. -8.1)</b>           | <b>649</b>    | <b>2.326</b>   | <b>4.021</b>   | <b>3.834</b>   | <b>-8.793</b>  | <b>9.250</b>   | <b>4.135</b>   | <b>11.810</b>  | <b>13.457</b>  | <b>15.073</b>  | <b>14.953</b>  | <b>15.686</b>  | <b>13.318</b>  | <b>15.710</b>  | <b>28.157</b>    | <b>51.140</b>    | <b>37.143</b>    |
| <b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (S.4. +6)</b>                        | <b>391</b>    | <b>1.082</b>   | <b>1.376</b>   | <b>3.179</b>   | <b>-10.097</b> | <b>6.557</b>   | <b>6.936</b>   | <b>14.076</b>  | <b>18.108</b>  | <b>22.532</b>  | <b>22.959</b>  | <b>23.476</b>  | <b>21.895</b>  | <b>23.860</b>  | <b>30.586</b>    | <b>52.895</b>    | <b>46.705</b>    |
| <b>AUTOFINANCIACIÓN (S.3. -9)</b>                                    | <b>583</b>    | <b>1.659</b>   | <b>2.146</b>   | <b>3.203</b>   | <b>4.832</b>   | <b>7.519</b>   | <b>6.990</b>   | <b>15.049</b>  | <b>14.905</b>  | <b>18.048</b>  | <b>19.491</b>  | <b>14.022</b>  | <b>5.662</b>   | <b>7.326</b>   | <b>12.579</b>    | <b>25.206</b>    | <b>10.115</b>    |

Fuente: "Banco de España. Central de Balances" y elaboración propia.

## BIBLIOGRAFÍA

# BIBLIOGRAFÍA

A continuación se exponen, ordenados alfabéticamente los libros citados en esta tesis, para mayor facilidad de su localización.

## A

---

**Acerenza, Miguel A.**, *Agencias de viajes: organización y operación*, Trillas, México, 1990.

Airtours: [www.airtours.com](http://www.airtours.com)

**Albert, Isabel**, *Gestión y técnicas de agencias de viajes*, Síntesis, Madrid, 1989.

- *Gestión, productos y servicios de las agencias de viajes*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999, p. 27.

**Albert, I., Bayón, F. y Cerra, J.**, "Agencias de viajes" en AAVV, *50 años del turismo español*, al cuidado de Fernando Bayón Mariné, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999.

**Álvarez, José**, *Análisis de balances: auditoría, integración e interpretación*, 19ª edición, Donostiarra, San Sebastián, 1990.

**Amat, Oriol**, *EVA. Valor económico añadido: un nuevo enfoque para optimizar la gestión, motivar y crear valor*, Gestión 2000, Barcelona, 1999

**Amat, Oriol y Fiestas, Ignacio**, *Ratios de las empresas más rentables*, Gestión 2000, Barcelona, 1999.

**Aranda Hipólito, Ángel-W.**, *Dirección financiera en las empresas del sector turístico: inversión y financiación*, Centro de estudios Ramón Areces, Madrid, 1998.

**Arteta, Eduardo y Palomo, Juan Carlos**, "La gestión integral del valor. Los planteamientos de Iberdrola", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LII, nº 162, diciembre 1997, pp. 495-435.

**Asociación Empresarial de Agencias de Viajes Españolas-Nexopublic Consulting**, *Análisis estructural, económico y financiero de las agencias de viajes en España*, Madrid, (1993).

## B

---

**Banegas, R., Sánchez-Mayoral, F. y Nevado, D.**, *Análisis por ratios de los estados contables financieros (Análisis externo)*, Civitas, Madrid, 1998.



**Banco de España. Central de Balances,**

- *Resultados anuales de las empresas no financieras 1997*, CD-ROM, Madrid, 1998.

- *Resultados anuales de las empresas no financieras 1999*, CD-ROM, Madrid, 2000.

- *Resultados anuales de las empresas no financieras 2000*, CD-ROM, Madrid, 2001.

**Barredo, Iñaki**, "Agencias de Viaje", *Informes Sectoriales de la Comunidad Autónoma del País Vasco*, nº 42, Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras, octubre 1997. Obtenido en: [www.fcavn.es](http://www.fcavn.es)

**Berges, Ángel y Soria, Pilar**, "Eficiencia, equilibrio y gestión de riesgos en los mercados de capitales: enseñanzas para las empresas", *Papeles de Economía Española*, nº 78-79, 1999, pp. 145-157.

**Bayón, F., Albert, I., Reneses, C. y Tomás, S.**, *Invertir en una agencia de viajes en España. El caso de Viajes First Class*, Escuela Oficial de Turismo, Madrid, 1994.

**Biddle G. C., Bowen R.M. y Wallace J.S.**, "Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with stock returns and Firm Values", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, nº3, 1997, pp. 301-336.

- "Evidence on EVA", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, nº 2, 1999, pp. 69-79.

**Bloomberg Professional.**

**Borrego, Alicia**, "La fiscalidad de las empresas españolas. Fuentes disponibles: las cuentas de las sociedades en las fuentes tributarias, 1993 y las empresas españolas en las fuentes tributarias, 1995. Instituto de Estudios Fiscales y Agencia Estatal de la Administración Tributaria", *Papeles de Economía Española*, 78-79, 1999, pp. 269-281.

**Boston Consulting Group**, *Shareholder Value Metrics*, BCG, 1996.

**Bote Gómez, Valentín**, *La política de financiación del sector turístico español 1966-1981*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Madrid, 1985.

- "La financiación interna del turismo: financiación autonómica", *Estudios Turísticos*, nº 131, 1996, pp. 51-67.

**Bote Gómez, Venancio**, "La necesaria revalorización de la actividad turística española en una economía terciarizada e integrada en la CEE", *Revista de Estudios Turísticos*, nº 118, Madrid, 1993, pp. 5-6.

- "Promoción y gestión de la investigación turística en el Consejo Superior de Investigaciones Científicas (CSIC)", *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, pp. 181-200.

**Brealey, Richard y Myers, Stewart**, *Fundamentos de Financiación Empresarial*, (5ª ed.), McGraw-Hill, Madrid, 1998, p. 134.



**Bull, Adrian O.**, *The Economics of Travel and Tourism*, Pitman, Londres, 1991 (tr. española de Begoña Arregui Luco, *La economía del sector turístico*, Alianza editorial, Madrid, 1994).

- "Economía del sector turístico", *Información Comercial Española*, nº 749, Madrid, 1996, pp. 9-15.

## C

---

**Canavos, George C.**, *Applied Probability and statistical methods*, primera edición, 1984, (tr. española de Edmundo G. Urbina, *Probabilidad y estadística: aplicaciones y métodos*, McGraw-Hill, México, 1999).

**Castells, Manuel**, *La era de la información. Economía, Sociedad y Cultura*, Alianza Editorial, Madrid, 1997 y 1998.

**Club Méditerranée**: [www.clubmed.com](http://www.clubmed.com)

**Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J.**, *Valuation: Managing the Value of Companies*, (3ª ed.), John Wiley&Sons, Nueva York, 2000.

**Coronado J.L., Corral A., López P., Miñano R., Ruiz B. y Villén J.**, *Estadística Aplicada con STATGRAPHICS*, RA-MA Editorial, Madrid, 1994.

**Cúpula Asociativa de Agencias de Viajes Españolas**, *Reglamento interior*, en: [www.caave.com](http://www.caave.com)

## D

---

**Damodaran, Aswath**, *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, Nueva York, 2002.

**Datatur**: [www.iet.tourspain.es](http://www.iet.tourspain.es)

**DBK Análisis Sectorial y Estratégico**, *Tour operadores y agencias de viaje*, DBK, Madrid, 1991-2000.

**De Castro, Miguel A.**, "Las estadísticas del turismo del INE en la actualidad (1994-2000)", *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, pp. 75-102.

**De Quesada, Eugenio**, "Las agencias de viajes minoristas", *La actividad turística española en 1997*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), Madrid, 1999.

- "Los 90. Hacia el nuevo milenio" AAVV, *50 años del turismo español*, al cuidado de Fernando Bayón Marín, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1999.

- "Las agencias de viajes minoristas", *La actividad turística española en 1999*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), Valencia, 2000.

**Dodd J. y Chen S.**, "EVA: A new panacea", *B&E Review*, Julio-Septiembre, pp. 26-28.

## E

---

**Ehrbar, Al**, *EVA: The real key to creating wealth*, John Wiley & Sons, Nueva York, 1998.

**Esteban Talaya, Águeda**, "Análisis del comportamiento del turismo en España y en la Unión Europea" en AAVV, *La economía española ante la Unión Monetaria Europea*, al cuidado de José A. Nieto, Síntesis, Madrid, 1997.

- "La investigación turística en la Universidad Española", *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, pp. 155-180.

- "Tendencias recientes de la demanda turística" en AAVV, *Turismo y medio ambiente*, al cuidado de José D. Buendía y José Colino, Civitas, Madrid, 2001.

**Esteo Sánchez, Francisco**, *Análisis contable de la rentabilidad empresarial*, Centro de Estudios Financieros, Madrid, 1998.

**Eurostat**, *Panorama de l'Industrie Communautaire 97: Volume 2*, Office des publications officielles des Communautés européennes, Belgium, 1997.

- *Panorama of European Business: Data 1989-1999*, Office for Official Publications of the European Communities, France, 2000.

- *Eurostat Yearbook 2002: A statistical eye on Europe*, Office for Official Publications of European Communities (en prensa).

## F

---

**Fama, Eugene y French, K.**, "Dividend Yields and Expected Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, vol. 22, 1988, pp. 3-25.

**Federación Española de Asociaciones de Agencias de Viajes-Arthur Andersen**, *Análisis de la evolución de la rentabilidad de las agencias de viajes: 1988-1992*, Arthur Andersen, Madrid, 1994.

**Federación de Comunicación y Transporte CCOO Madrid Región**, *Observatorio de evolución del empleo y la formación, orientado al análisis de las cualificaciones existentes o emergentes en conexión con las necesidades de formación en el sector de agencias de viajes en la Comunidad de Madrid*, Ediciones la Montaña, Granada, 1999.

**Fernández, Pablo**, "Beneficio económico, EVA y creación de valor de empresas españolas (1991-97)", *Documento de investigación del IESE*, nº 384, 1999.

- *Valoración de empresas*, (2ª ed.), Gestión 2000, Barcelona, 2001, p. 291.

**Fernández Díaz, A., Parejo Gamir, J.A. y Rodríguez Saíz, Luis**, *Política Económica*, McGraw-Hill, Madrid, 1999.

Ferruz L., Portillo M.P. y Sarto J.L., *Dirección financiera del riesgo de interés*, Pirámide, Madrid, 2001.

Figuerola Palomo, Manuel, *Economía para la gestión de las empresas turísticas: producción y comercialización*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1995.

- "Los trabajos de investigación de la economía del turismo en el Instituto de *Estudios Turísticos* (1974-1993)", *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, pp. 17-45.

- *Introducción al estudio económico del turismo*, Civitas, Madrid, 2000.

- "Contribución de la actividad turística a la economía española", *La actividad turística española en 1999*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), Valencia, 2000.

Figuerola M., Arranz A., Prado J. y Allende E., "Incidencia y efectos multiplicadores del turismo en la economía española", *Información Comercial Española*, nº 749, Madrid, enero 1996, pp. 17-31

First Choice: [www.firstchoice.co.uk](http://www.firstchoice.co.uk)

## G

---

Gómez-Bezares, Fernando y Santibáñez, Javier, "Cálculo y gestión del valor de la empresa", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LII, nº 162, 1997, pp. 429-457.

Gómez López, María Luz y Truyols Martí, María Antonia, "Las cuentas de las sociedades: fuentes tributarias y Central de Balances", *Cuadernos de actualidad*, nº1, 1994, pp. 1-13.

González Pascual, Julián, "La amortización y el equilibrio financiero", *Actualidad Financiera*, nº 26, 1993, pp. 257-274.

Grupo AMA: [www.grupoama.com](http://www.grupoama.com)

Grupo AIRMET: [www.grupoairmet.com](http://www.grupoairmet.com)

Grupo de Asociaciones Nacionales de Agencias de Viajes y Tour Operadores de la Comunidad Económica Europea (The European Travel Agents' and Tour Operators' Associations, ECTAA): [www.ectaa.org](http://www.ectaa.org)

Grupo AVANTOURS: [www.avantours.es](http://www.avantours.es)

Grupo AVASA: [www.avasa.com](http://www.avasa.com)

Grupo BESAIDE: [www.grupobesaide.com](http://www.grupobesaide.com)

Grupo EUROPA VIAJES: [www.grupoeuropa.com](http://www.grupoeuropa.com)

Grupo GEA: [www.grupogea.com](http://www.grupogea.com)

Grupo RET: [www.gruporet.com](http://www.gruporet.com)

Grupo STAR VIAJES: [www.grupostar.com](http://www.grupostar.com)

Grupo UNIDA: [www.grupounida.com](http://www.grupounida.com)

Gutiérrez M., Grande J., Martín P., Reneses C., y Vacas C., *Agencias de Viajes. Contabilidad y Fiscalidad*, Instituto de Contabilidad, Madrid, 2001.

Gutiérrez Fernández, Daniel, "Los problemas de las empresas turísticas en la actual coyuntura económica", *Situación*, 1, Servicio de Estudios del Banco de Bilbao, 1984, pp. 50-67.

## I

---

**Instituto de Estudios Turísticos**, *Movimientos Turísticos de los Españoles (Familitur)*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1999.

- *Movimientos Turísticos en Fronteras (Frontur)*, en página web: [www.iet.tourspain.es](http://www.iet.tourspain.es)

- *El turismo español en cifras*, Instituto de Estudios Turísticos, Madrid, 1983-1985, 1987, 1995, 1997-1999.

- *Empleo y turismo*, en: [www.iet.tourspain.es](http://www.iet.tourspain.es)

**Instituto de Estudios Fiscales (IEF) y Agencia Estatal de la Administración Tributaria**, *Las cuentas de las sociedades en las fuentes tributarias (1993)*, IEF, Madrid, 1996.

**Instituto Nacional de Estadística**, *Clasificación Nacional de Actividades Económicas: 1993 (CNAE-93)*, INE, Madrid, 1993.

- *Encuesta Piloto de Agencias de Viajes 1993*, INE, Madrid, 1995.

- *Directorio Central de Empresas (DIRCE): Resultados estadísticos 1996*, INE, Madrid, 1996.

- *Encuesta Anual de Servicios: 1998*, INE, Madrid, 2000.

- *Agencias de Viajes 1997*, INE, Madrid, 2000.

- "El sector servicios en España. 1998", *Fuentes Estadísticas*, 48, 2000, pp. 1-8.

- *Encuesta Anual de Servicios: 1999*, INE, Madrid, 2001.

- "El turismo en 2001", *Cifras INE*, abril, 2002.

**Ibbotson Associates**: [www.ibbotson.com](http://www.ibbotson.com)

**Irmia, Ana I.**, *La creación de valor para el accionista: una contrastación empírica*, Tesis doctoral, Universidad de Sevilla, Sevilla, 2001.

## J

---

Jiménez Sergio M., García-Ayuso Manuel y Sierra Guillermo J., *Análisis financiero*, Pirámide, Madrid, 2000.

Jordan, J.S., Anctil, R. y Mukherji, A., "Activity-based costing for economic value added", *Discussion Paper n° 278*, Center for Economic Research Department of Economics, University of Minnesota, 1994.

## K

---

Kleiman, Robert T., "Some New Evidence on Eva Companies", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n° 2, 1999, pp.80-91.

Koller, Tim y Mateache, Pedro, "Impacto y puesta en marcha de una gestión basada en el valor (VBM)", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LII, n° 162, diciembre 1997, pp. 409-428.

Kuoni, *Anual Report 1999*, Kuoni, Zurich.

Kuoni: [www.kuoni.co.uk](http://www.kuoni.co.uk)

## L

---

Lamothe, Prosper y Prieto, Francisco, *Los activos de renta fija. Valoración y principios de gestión*, Bolsa de Madrid, Madrid, 1991.

Lev, Baruch, *Análisis de los estados financieros: un nuevo enfoque*, Esic, Madrid, 1978.

Lo, Andrew W. y Mackinlay, A. Craig, "Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test", *The Review of Financial Studies*, Vol. 1, n°1, 1988, pags. 41-66.

López, Julio, "El programa de 1000 días de BBV", *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LII, n° 162, 1997, pp. 475- 494.

## M

---

Macaulay, Frederick, "Some theoretical problems suggested by the movements of interest rates, bond yields, and stock prices in the United States since 1856", *Publications of the national bureau of economic research*, 33, Nueva York, 1938.

Martín Rojo, Inmaculada, *Dirección y gestión de empresas del sector turístico*, Pirámide, Madrid, 2000.

Martín, José Luis y Trujillo, Antonio, *Manual de valoración de empresas*, Ariel, Barcelona, 2000.

**Martín Pliego, F. Javier**, *Introducción a la Estadística Económica y Empresarial (Teoría y práctica)*, editorial AC, Madrid, 1994.

**Martínez García, Francisco Javier**, *Análisis de estados contables: comentarios y ejercicios*, Pirámide, Madrid, 1996.

**Martínez López, Antonio**, "Las estadísticas de Turismo. Su orientación hacia la elaboración de una cuenta satélite de turismo", *Tabla Intersectorial de la economía turística TIOT 92*, Instituto de Estudios Turísticos, Madrid, 1996.

- "Las estadísticas de turismo del INE: análisis y metodología", *Información Comercial Española*, 752, Madrid, abril 1996, pp. 55-63.

**Martín López, Miguel Ángel y Millán Navarro, Rocío**, "Una aproximación al EVA creado por el sector eléctrico con el Marco Legal Estable", *Análisis Financiero*, primer cuatrimestre, 2000, p. 72-82.

**Mascareñas, Juan**, *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, McGraw-Hill/Interamericana de España, Madrid, 2000.

- *Gestión de Activos Financieros de Renta Fija*, Pirámide, Madrid, 2002, capítulo 6.

**Mazón, Tomás**, *Sociología del turismo*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2001.

**McIntyre, Edward V.**, "Accounting Choices and EVA", *Business Horizons*, January-February, 1999, pp. 66-72.

**Montaner, Jordi**, *Estructura del mercado turístico*, segunda edición, Síntesis, Madrid, 1996.

**Mora Sánchez, Antonio y Córdoba Leiva, José L.**, "La liberalización mundial del turismo y la economía española", *Documento de trabajo Serie A Nº 20011*, Universidad de Alcalá, Madrid, 2000.

**Mora Sánchez, Antonio y Bote Gómez, Valentín**, "La financiación del turismo", *La actividad turística española en 1999*, Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo (AECIT), edición 2000.

**Mora Sánchez, A., Such Devesa, M.J. y Bote Gómez, Valentín**, "Estructura económico-financiera y financiación del sector turístico", *Estudios Turísticos*, nº 143, 2000, pp. 3-24.

## **N**

---

**Navarro, Ignacio y Fernández, José Antonio**, *Cómo interpretar un balance*, Deusto, Bilbao, 1991.

**Navas, José Emilio y Guerras, Luis Ángel**, *La dirección estratégica de la empresa. Teoría y aplicaciones*, Civitas, Madrid, 1996.

**Nieto, Caridad**, "Metodología y análisis del turismo desde la perspectiva de la Contabilidad Nacional. Las Cuentas Satélite del Turismo", *Información Comercial Española*, nº 749, Madrid, 1996, pp. 33-46.

## O

---

**Ontiveros E., Berges A., Manzano D. y Valero F.**, *Mercados financieros internacionales*, Espasa Calpe, Madrid, 1991.

**Organización Mundial del Turismo-Naciones Unidas**, *Recomendaciones sobre estadísticas del turismo*, Serie M, N° 83, OMT, Nueva York, 1994.

**Organización Mundial del Turismo**, *Introducción al turismo*, OMT Madrid, 1998.

- *Incidencia económica del turismo. Una cuenta satélite de turismo para averiguar lo más esencial*, OMT, Madrid, 1999

- *Orientaciones generales para la elaboración de la Cuenta Satélite de Turismo*, OMT, Madrid, 1999.

- *Compendium of Tourism Statistics*, OMT, Madrid, 2001.

- *Tendencias de los mercados turísticos: Panorama mundial y actualidad del turismo*, OMT, Madrid, 2001.

- *Tourism 2020 Vision: Global Forecasts and Profiles of Market Segments*, WTO, Madrid, 2001.

- *Tourism 2020 Vision: Europe*, WTO, Madrid, 2001.

- *Comité para la Reactivación del Turismo en la Región Mediterránea*, Reunión del Comité de 30 de enero, OMT, Madrid, 2002.

**O'Byrne, Stephen F.**, "EVA and Its Critics", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n° 2, 1999, pp. 92-96.

## P

---

**Paci, Enzo**, "El papel del turismo en el sistema económico", *Tabla Intersectorial de la economía turística TIOE 92*, Instituto de Estudios Turísticos, Madrid, 1996.

**Pérez-Carballo, Ángel y Juan, y Vela, Eugenio**, *Principios de gestión financiera de la empresa*, 3ª edición, Alianza Editorial, Madrid, 1997.

**Pedreño Muñoz, Andrés**, "El turismo en el análisis económico", en AAVV, *Introducción a la Economía del Turismo en España*, coordinado por Andrés Pedreño Muñoz, Civitas, Madrid, 1996.

**Poterba, J y Summers, L.**, "Mean Reversión in Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988, pp. 27-59.

**Plan Comptable Professionnel des Agentes de Voyages**, Editions BPI, Francia, Septiembre 2000.

**Plan General de Contabilidad**, segunda edición, Civitas, Madrid, 1994, p. 84.

Preussag, [www.preussag.com](http://www.preussag.com)

## Q

---

Quevedo, José, "Las estadísticas de turismo en el Instituto Nacional de Estadística: 1959-1993", *Estudios Turísticos*, nº 144-145, 2000, pp. 47-74.

Quintanilla M.A., Bravo A. y Maltrás B., "Gasto real de las empresas españolas en I+D", *Economía Industrial*, Nº 289, 1992, pp. 135-140.

## R

---

Registro Mercantil, [www.registradores.org/lestadis.htm](http://www.registradores.org/lestadis.htm)

Requeijo, Jaime, *Introducción a la Balanza de Pagos de España*, Tecnos, Madrid, 1989.

Rivero, Pedro, *Análisis de balances y estados complementarios*, 7ª edición, Pirámide, Madrid, 1996.

## S

---

Sánchez Calero, Fernando, *Instituciones de Derecho Mercantil*, McGraw-Hill, Madrid, 1998.

Sancho, Ángel y Roca, Celestí, *Manual del I.V.A. en las Agencias de Viajes y otras empresas del sector turístico*, AVASA, Barcelona, 1994.

Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la Pequeña y Mediana Empresa-Novotec. *Diseño y desarrollo de un sistema de calidad para el sector de agencias de viajes*, Vol. 1, capítulo 6, Novotec, Madrid, 1997.

Secretaría de Estado de Comercio, Turismo y de la PYME, *Plan Integral de Calidad del Turismo Español: 2000-2006*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1999.

Secretaría General de Turismo-Inmark, *Estructura Económico-Financiera del Sector de Agencias de Viajes*, SGT, Madrid, 1987.

Secretaría General de Turismo, *Concentración y asociacionismo empresarial en el sector turístico*, SGT, 1988.

- *Plan marco de competitividad del turismo español*, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Madrid, 1992.

- *Plan marco de competitividad del turismo español: 1996-1999*, Ministerio de Comercio y Turismo, Madrid, 1995.



- *Memoria de ejecución del plan de Competitividad del Turismo Español: 1992-1995*, Turespaña, Madrid, 1996.

**Sharpe, William F.**, "A Simplified Model for Portfolio Analysis", *Management Science*, Vol. IX, nº 2, enero 1963.

**Sharpe, W., Alexander, G. y Bailey, J.**, *Investments*, (6ª ed.), Prentice-Hall, Englewood Cliffs (NJ), 1999, capítulos 9 y 11.

**Stewart III, G. Bennett**, *The quest for value*, HarperCollins Publishers Inc, 1999 (tr. española *En busca del valor*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 2000).

**Suárez, Andrés S.**, *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Pirámide, Madrid, 1996.

## T

---

**Tamames, Ramón y Gallego, Santiago**, *Diccionario de Economía y Finanzas*, Alianza Editorial, Madrid, 1998.

**Tamayo, Braulio**, *Las Agencias de Viajes frente a las Nuevas Tecnologías de Distribución Turística*, Colección Estudios COTEC, nº10, Fundación COTEC para la Innovación Tecnológica, Madrid, 1997.

**Treynor, J.L.**, "How to Rate Management of Investment Funds", *Harvard Business Review*, enero-febrero 1965, pp. 63-75.

**Turespaña**, base de datos interna.

- *Concentración Multinacional del sector turístico europeo*, Seminario sobre mercados turísticos, Turespaña, Madrid, 1999.

## U

---

**Uriel, E., Monfort, V.M., Ferri, J. y Fernández de Guevara, J.**, *El Sector Turístico en España*, Caja de Ahorros del Mediterráneo, Alicante, 2001.

**Unión General de Trabajadores**, *Estudio de las necesidades formativas emergentes en los sectores: transporte de viajeros, agencias de viajes y guías de turismo*, Federación de Transporte, Comunicaciones y Mar UGT Andalucía, Málaga, 2001.

## V

---

**Vacas Guerrero, Catalina**, *Normalización contable en el sector de la hostelería: una propuesta de adaptación del plan general de contabilidad al sector*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1999.

**Valero, Francisco J.**, "Evolución de la empresa española según la Central de Balances", *Economistas*, Nº 69, 1996, pp. 132-137.

**Vicesecretaría General Técnica para Asuntos de Comercio, Turismo y PYME**, "El turismo en el sistema de distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades autónomas", *Documento de Trabajo núm. IV*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, febrero 1997.

**Viñolas, Pere**, "La prima de riesgo en la bolsa española", *Trabajo de investigación de doctorado*, Departamento de Economía Financiera III, Universidad Complutense de Madrid, 2002.

**Vogeler, Carlos y Hernández, Enrique**, *Estructura y organización del mercado turístico*, segunda edición, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1997.

## W

---

**Wallace, James S.**, "Adopting residual income-based compensatio plans: Do you get what to pay for?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, nº 3, 1997, pp. 275-300.

**W.F. Sharpe**, *Porfolio: Theory and Capital Markets*, Mc Graw-Hill, Nueva York, 1970 (tr. española por Deusto, Bilbao, 1975).

## Índice Legislación

**Orden** de 14 de abril de 1988 por la que se aprueban las normas reguladoras de las Agencias de Viajes (Boletín Oficial del Estado de 29 de marzo de 1988).

**Reglamento** del Consejo de la Comunidad Económica Europea número 3037/1990, de 9 de octubre, que establece la nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea, denominada NACE (Revisión 1).

**Real Decreto** 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (Boletín Oficial del Estado de 27 de diciembre de 1990).

**Directiva** 95/57/CE del Consejo sobre recogida de información estadística en el ámbito del turismo.

**Recomendación** 96/280/CE que, en el ámbito de las políticas de apoyo financiero a la PYME, recoge los criterios para determinar cuándo una sociedad debe clasificarse como pequeña y mediana empresa.

**Régimen del Registro Mercantil:** artículos 16 a 24 del Código de Comercio y Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por R.D. 1784/1996, de 19 de julio.

**Reglamento** (CE, EURATOM) No 58/97 de Consejo, de 20 de diciembre de 1996, relativo a las Estadísticas Estructurales de Empresas ("Diario Oficial de las Comunidades Europeas", número L 14, de 17 de enero de 1997).

**Código de comercio y leyes complementarias**, 23ª edición, Civitas, Madrid, 1999.