ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

El profesor **Alvaro Cuervo García** analiza la realidad económico-financiera de nuestras empresas partiendo de los datos del trabajo publicado por la A.P.D. «Examen Económico-Financiero de la Empresa Española» (años 1972-1978). Estudia la evolución del Balance, cuenta de resultados y ratios económico-financieros.

En el Balance se advierte una cierta estabilidad en su estructura; la estructura de capital se caracteriza por una continua disminución de la participación de capital-acciones y de deudas a medio y largo plazo en la financiación. No se pueden emitir juicios sobre la estructura financiera de la empresa dado que la bondad o no de la misma viene determinada por el coste de la deuda, la rentabilidad media de los activos y por los métodos de valoración del riesgo financiero de los aportantes de fondos.

Con relación a la Cuenta de Resultados, su evolución recoge el mantenimiento del valor añadido bruto de la empresa y la redistribución del mismo en favor del personal y el sistema financiero.

En el análisis de los ratios económico-financieros se estudia la evolución del rendimiento económico de los activos, del coste del capital ajeno y las consecuencias del denominado «apalancamiento reductor» dado que en el ejercicio 1978 la rentabilidad económica de los activos de nuestras empresas es inferior al coste del capital ajeno. Todo ello demanda la necesidad de un «Pacto» entre el sistema financiero y el sistema real que evite las consecuencias del apalancamiento reductor.

VAMOS a realizar el estudio de la realidad económico-financiera de nuestras empresas, en base a los datos del trabajo «Examen económico-financiero de la Empresa española» (1). Dicha investigación se refiere al período 1972-78, con una estimación de la cuenta de resultados para 1979.

Para la elaboración de los estudios se ha partido de un cuestionario enviado a las empresas que, después de su verificación y prueba con los test pertinentes, nos ha permitido contar con una muestra de aproximadamente 200 empresas, que suponen una cifra de ventas de un billón de pesetas, unos cuatrocientos mil millones de recursos propios y un empleo de trescientos mil trabajadores. Dicha muestra se puede considerar como representativa de las medianas y grandes empresas de España, dado que en las respuestas se consideran un 53 por 100 grandes empresas, un 35 por 100 medianas y un 12 por 100 pequeñas (2). Todos los comentarios deben tener presente las limitaciones de la representatividad de la muestra obtenida.

Todo análisis financiero exige: criterios contables coherentes y estables, planificación contable para posibilitar la uniformidad de los datos y valores contables en los activos próximos a mercado; por ello la solicitud de datos se ha realizado de manera anónima y en porcentajes, utilizando un cuestionario con estrictos modelos de balance y cuenta de resultados y una serie amplia, pues la investigación se ha elaborado en los años 1977, 1978 y 1979.

En el análisis del estudio financiero de la empresa se hace preciso reseñar el adjunto cuadro n.° 1, como un reflejo de su actividad con los intermediarios y mercados financieros. La empresa española se caracteriza por múltiples vinculaciones, dado que opera básicamente con más de cuatro Bancos y ello sin considerar la actividad compartida con Cajas y Crédito Oficial. La empresa española no es dependiente del mercado de valores, pues a pesar del sesgo de la muestra en favor de la mediana y gran empresa, sólo el 24,5 por 100 dice cotizar sus títulos-valores en la misma.

Finalmente, estudiando las características de su accionariado nos indica cómo la empresa industrial de España —mediana

CUADRO N.° 1

ENTORNO FINANCIERO DE LA EMPRESA (1979)

ENTIDADES FINANCIERAS CON LAS QUE SE OPERA (Porcentaje respecto al total de respuestas). Opera básicamente cuando realiza con una entidad más del 10 por 100 de la financiación crediticia del año							*COTIZACION EN BOLSA (Porcentaje sobre el total)*	
BANCA PRIVADA			*CAJAS DE AHORRO*		*BANCA OFICIAL*	*FINANCIERAS Y OTROS*	*SI*	*NO*
1 Banco	*De 2 a 3*	*Más de 4*	*1 Caja*	*Más de 1*				
6,4	27,9	60,8	17,6	21,6	21,6	13,2	24,5	75,5

y gran empresa— se encuentra en manos de grupos concentrados de accionistas, en poder de otras empresas o entidades financieras. La que pudiéramos denominar propiedad diluida no es significativa; ello quizá refleja la mínima importancia que la participación del mercado de valores tiene en la financiación del capital de riesgo de nuestras empresas.

Una vez sentadas las bases y el marco del análisis de la empresa española, vamos a estudiar sus estados financieros: «balance» y «cuenta de resultados», así como los *ratios* económico-financieros más significativos.

ANALISIS DE LOS BALANCES DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

En el análisis del balance de los ejercicios del período 1972-1978 se observa una cierta estabilidad en su estructura (cuadro n.° 2), destacando como características las siguientes:

A) Con relación al activo

1. Disminución del peso del inmovilizado material en el activo. Los efectos de la regularización de balances, como se recoge en dicha cuenta de pasivo, no han podido compensar su caída. La disminución de su peso relativo puede ser consecuencia tanto de la desinversión del sistema como del aumento de las cuentas de deudores y existencias de los últimos años.

2. Aumento del activo circulante: existencias y deudores (1977), estos últimos quizás debido a los efectos de la política monetaria restrictiva del período 1977-78 que, para compatibilizar el crecimiento del PIB programado y las disponibilidades líquidas, preveía un aumento de la velocidad de circulación del dinero, lo que ha conducido a un alargamiento de los plazos de cobro y pago de la empresa; en síntesis, de los créditos interempresas. E igualmente, consecuencia del aumento de la morosidad interempresas por efecto de las presiones monetarias y la caída de los beneficios de las empresas que han conducido a un incremento del riesgo económico (medido por la variabilidad de los beneficios).

B) Con relación al pasivo

1. Disminución del capital-acciones de nuestras empresas, que ha pasado de un 19,05 por 100 al 15,4 por 100 del total pasivo, con un incremento en el año 1978, por aumentos de capital con cargo a reservas. Los denominados fondos propios, más correctamente capital de riesgo, si no se considera la cuenta de regularización de balances, están sufriendo una continua disminución.
2. Aumento del endeudamiento, lo que nos enfrenta con dos hechos preocupantes:

a) La disminución de la financiación ajena, a medio y largo plazo, que ha pasado de representar en 1972 el 43 por 100 del total de deuda al 28,7 por 100 en 1978.

b) Aumentos continuos de los gastos financieros. El índice de gastos financieros/deuda, ha variado de un 7,38 por 100 en 1972 al 12,6 por 100 en 1978.

3. Estancamiento en el crecimiento del total pasivo, inferior al habido el año anterior, con un aumento del 13,99 por 100 en 1978, re-

CUADRO N.° 2

TOTAL DE EMPRESAS

BALANCE

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
ACTIVO							
INMOVILIZADO EN EXPLOTACION	51,96	49,71	48,98	50,56	50,12	46,84	49,86
Material	47,67	45,80	44,52	46,91	45,59	41,85	43,45
Inmaterial	0,74	0,46	0,66	0,38	0,66	0,48	0,51
Financiero	2,72	2,81	2,97	2,58	2,82	3,54	4,49
Gastos amortizables	0,83	0,64	0,83	0,69	1,05	0,97	1,38
INMOVILIZADO EN CURSO DE INSTALACION.	2,36	2,22	3,15	3,14	3,26	2,24	2,61
EXISTENCIAS	18,30	19,59	21,86	21,06	20,83	22,45	20,42
DEUDORES	20,33	21,33	19,38	18,76	18,89	21,63	19,93
CUENTAS FINANCIERAS	7,05	7,15	6,63	6,48	6,90	6,84	7,16
Caja y Bancos	5,11	5,01	4,35	4,82	5,06	5,56	5,17
Otras cuentas	1,94	2,14	2,28	1,66	1,84	1,28	1,99
TOTAL ACTIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
PASIVO							
FONDOS PROPIOS	32,36	33,26	35,60	36,72	35,77	36,35	35,82
Capital	19,05	18,35	16,26	14,20	13,72	13,42	15,44
Reservas	10,05	11,68	11,83	11,71	11,45	11,31	8,94
Regulación del Balance	1,47	1,18	5,43	8,54	7,74	8,77	9,00
Previsiones	1,79	2,05	2,08	2,27	2,86	2,85	2,44
AMORTIZACIONES	18,39	16,55	15,74	16,46	17,42	15,90	16,81
DEUDAS A LARGO PLAZO Y MEDIO	17,12	16,60	15,35	15,07	15,67	12,83	13,60
Obligaciones	3,18	2,93	2,93	2,67	3,13	2,67	2,33
Préstamos y Créditos	13,94	13,67	12,42	12,40	12,54	10,16	11,26
DEUDAS A PLAZO CORTO	32,13	33,59	33,31	31,75	31,14	34,92	33,75
Préstamos y Créditos	8,82	7,73	8,07	7,64	7,25	7,32	8,43
Proveedores	13,90	16,22	15,51	14,75	14,53	17,07	14,52
Otras deudas	9,41	9,64	9,73	9,36	9,36	10,53	10,79
TOTAL PASIVO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
INCREMENTO TOTAL PASIVO (Base 1972 = 100)	*100,00*	*134,49*	*177,08*	*211,45*	*243,87*	*300,03*	*342,01*

NOTA: Los años 1972 a 1976 han sido calculados según la muestra de empresas grandes y medianas.

flejando la caída de proceso inversor de la empresa.

C) Con relación a la estructura financiera de la empresa

La estructura financiera de la empresa integra la estructura de capital y la estructura de inversión. No obstante, se suele considerar de forma estricta la estructura financiera de la empresa como la estructura de capital o combinación de medios utilizados en la financiación de la empresa.

La estructura de capital de la empresa, en 1978, es de un 43 por 100 de capitales propios o capital de riesgo y un 57 por 100 de capitales ajenos o capital de deuda. Para precisar el análisis sería necesario disponer del dato de descuento comercial (riesgos en curso) con el fin de poder estimar el auténtico

cuadro n.° 3

ESTRUCTURA FINANCIERA

		1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Endeudamiento...	Capitales ajenos / Capitales propios	1,401	1,5042	1,4246	1,3112	1,372	1,313	1,321
Estructura endeudamiento	Deudas a plazo largo y medio / Deudas a plazo corto	0,5955	0,533	0,4826	0,4891	0,5083	0,367	0,402
Financiación inmovilizado...	Capitales permanentes / Inmovilizado	1,2726	1,2775	1,2503	1,2455	1,2592	1,326	1,385
Fondo de maniobra	Activo circulante / Pasivo circulante	1,4972	1,4519	1,4047	1,4276	1,4497	1,458	1,407

endeudamiento de nuestras empresas.

Como se recoge en el cuadro n.° 3, la estructura financiera de nuestras empresas no presenta índices «no normales», a no ser la indicada continua disminución de la participación de la deuda a medio y largo plazo en el total de capitales ajenos.

El endeudamiento de nuestras empresas o relación entre capitales ajenos y capitales propios ha pasado del 1,4 por 100 en 1972 a 1,32 en 1978, reflejando una cierta estabilidad.

Por su parte, la financiación del inmovilizado y el fondo de maniobra se mantienen igualmente estables en el período analizado, dentro de bandas que pueden considerarse correctas. En todo caso es necesario recordar que no existen bases científicas que nos permitan inferir, partiendo del balance (datos estáticos, en términos de «stocks»), juicios valorativos sobre la estructura financiera de la empresa.

Desde una consideración teórica se parte de aceptar como óptima aquella estructura de capital que minimiza los costes de capital de la misma.

Por su parte el coste de los medios viene directa o indirectamente relacionado con el riesgo económico de la empresa; afectado por la dependencia que existe entre el mismo y la estructura de capital de la empresa. Este hecho es una forma de recoger el riesgo financiero. El coste de los medios tiene una parte de carga subjetiva por diferente cuantificación y valoración que al riesgo (económico y financiero) dan los aportantes de fondos a la empresa, y una carga objetiva que vendría dada por el coste del «dinero».

Bajo una óptica del «capital» y con una preocupación centrada en la rentabilidad de los fondos propios, siempre que la rentabilidad media de los activos sea superior al coste de la deuda, el endeudamiento produce efectos amplificadores de la rentabilidad de los fondos propios.

El límite de este endeudamiento viene dado por la sensibilidad de los intermediarios financieros o aportantes de fondos al riesgo financiero (medido por la relación entre compromisos financieros que generan pagos y fondos generados para hacer frente a los mismos). No se puede afirmar *a priori* que la estructura de capital de la empresa española no sea la óptima. Así, la empresa española con una similar estructura de capital en 1972 y en 1978, logra en el primer período un efecto apalancamiento positivo; por ello todo aumento de endeudamiento producía una mejora de la tasa de rentabilidad de los fondos propios (22,95 por 100). Por el contrario, en 1978 con un apalancamiento reductor el endeudamiento pesa sobre la rentabilidad de los fondos propios (8,9 por 100).

No es correcto, pues, emitir juicios sobre la estructura financiera de nuestras empresas partiendo de índices o ratios medios, como el índice de endeudamiento, sin considerar las variables: coste de la deuda, ren-

tabilidad media de activos y los métodos de valoración del riesgo financiero de los aportantes de fondos.

Igualmente, no es admisible juzgar la estructura de capital de nuestras empresas comparándola con ratios medios de otros países o bien partiendo de supuestos estudios que pretenden dar «reglas de oro» sobre la estructura financiera de la empresa. Es necesario recordar que, de hecho, existen dos modelos de estructura financiera (3):

a) La orientada hacia la Banca, cual es el caso del Japón, Italia, Noruega y Francia.

b) La orientada hacia el mercado de valores, representada por Estados Unidos.

Dado que no es posible deducir juicios valorativos sobre los dos prototipos de estructura financiera, parece inferirse que cuando el proceso de industrialización se plantea con un apoyo del Estado se presenta una estructura orientada a la Banca. La estructura orientada hacia el mercado de valores pudiera reflejar éxitos pasados y presentes de la empresa, sin esa exigencia de centrarse en las expectativas futuras, como en el caso de las estructuras industriales de reciente y rápida creación. Lo más importante ante estos prototipos de estructura financiera es, sin duda, las consecuencias ante las decisiones financieras de las empresas de dichas estructuras.

En primer lugar, parece que la estructura financiera orientada hacia la «Banca» es, sin duda, mucho más sensible a las políticas monetarias que la vinculada al mercado de valores.

En segundo lugar, los cambios sociopolíticos y económicos (incrementos del tipo de interés, etcétera) afectan posiblemente más al mercado de valores que a la Banca en su comportamiento, con las consiguientes repercusiones para la empresa centradas sobre dicho mercado.

En tercer lugar, pudiera pensarse que la estructura orientada hacia la banca es un factor favorable al crecimiento, dado que exige menos proporción de fondos propios para financiar la inversión. En las estructuras centradas en el mercado de valores la exigencia de autofinanciación, como consecuencia de la lógica del mercado ante las ampliaciones de capital, puede ser un elemento no incitante ante el crecimiento.

En todo caso, el peso de las limitaciones tiene tal fuerza que es justo reconocer que debemos evitar seguir el camino de plantear críticas a la estructura financiera de nuestras empresas partiendo de unas bases tan débiles y presentando o admitiendo como norma o modelo a imitar la estructura financiera de la empresa anglosajona. El posible error no procede sólo de la falta de homogeneidad de la información, sino de que no es posible comparar la estructura financiera de las empresas sin tener presente en dicho análisis un conjunto de variables, tales como un ritmo de crecimiento, tasa y estabilidad de ganancias, dimensión, marco económico, financiero, fiscal, etc., de la empresa.

En todo caso, al comentar la estructura del capital de nuestras empresas no podemos dejar de hacer mención a la falta de financiación a medio y largo plazo. El mercado de valores, con su clara atonía, imposibilita las ampliaciones de capital debido a las reducidas tasas de beneficios de las empresas y a la cotización de muchos valores por debajo de la par. Presenta una infravaloración de títulos con una caída indiscriminada de las cotizaciones afectadas por la evolución de los tipos de interés. No es menos cierto que las emisiones de obligaciones de las empresas industriales se encuentran en cotas mínimas como consecuencia de la disminución del potencial de suscripción de las Cajas de Ahorro (debido a la disminución de sus coeficientes de inversión), los discriminantes costes fiscales de las emisiones con relación al crédito, la competencia del sector público y la falta de un auténtico mercado de negociación para las mismas.

La financiación a medio y largo plazo queda unida al crédito. La ausencia de créditos a medio y largo plazo está motivada por la preferencia por la liquidez de los ahorradores, la falta de expectativas claras de beneficios que pudieran dificultar la devolución de los capitales de deuda y un entorno financiero inestable. Factores éstos a los que habría de añadirse la inflación con sus exigencias de tipos de interés flotante.

Así, pues, es lógico afirmar que la financiación crediticia a medio y largo plazo se vincula casi exclusivamente a la cobertura de coeficientes de inversión y de financiación a medio y largo plazo en la Banca (O.M. 27-4-1979) y de créditos especiales de las Cajas de Ahorro y al Crédito Oficial. Básicamente los fondos a medio y largo plazo con que se encuentra la empresa son créditos de circuitos privilegiados. Grave problema éste con que se enfrentan las decisiones de inversión.

CUADRO N.° 4

CUENTA DE RESULTADOS

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979 estimado
VENTAS NETAS O CIFRA DE NEGOCIO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Materias primas y auxiliares	40,83	41,91	44,03	43,49	41,86	46,20	43,13	43,23
Trabajos, suministros y servicios exteriores	17,01	16,73	16,08	15,97	15,44	12,54	15,07	16,64
Gastos de personal	24,06	23,73	23,94	24,91	27,79	27,72	29,05	28,78
Gastos financieros	3,84	3,74	3,98	4,61	4,76	4,48	5,51	5,35
RECURSOS GENERADOS EXPLOTACION	14,26	13,89	11,97	11,02	10,15	9,06	7,22	5,99
Amortizaciones	6,33	5,78	5,15	5,24	5,29	4,52	4,73	3,90
BENEFICIO EXPLOTACION	7,93	8,11	6,82	5,78	4,86	4,54	2,49	2,09
Resultados extraordinarios y ajenos a la explotación	0,92	0,24	0,51	0,30	1,02	0,22	0,45	0,46
BENEFICIO NETO	8,85	8,35	7,33	6,08	5,88	4,77	2,94	2,55
Impuestos	1,85	1,71	1,74	1,90	1,60	1,35	1,05	0,87
BENEFICIO LIQUIDO	7,00	6,64	5,59	4,18	4,28	3,41	1,89	1,67
Dividendos	3,16	2,62	2,40	2,05	1,91	1,53	1,44	0,90
BENEFICIO RETENIDO	3,84	4,02	3,19	2,13	2,37	1,88	0,44	0,77
Reservas	3,02	3,16	2,35	1,47	1,56	1,37	0,16	0,37
Previsiones	0,82	0,86	0,84	0,66	0,81	0,51	0,27	0,39

NOTAS:
Cifras en porcentajes y redondeadas por ordenador.
Los datos referentes a los años 1972 y 1976 corresponden a la muestra de la grande y mediana empresa.

ANALISIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS

En la evolución de la cuenta de resultados (cuadro n.° 4) son de destacar los siguientes aspectos:

1. Mantenimiento en el período 1972-78 del valor añadido bruto de la empresa en porcentajes del 42 por 100 de la cifra de ventas. No obstante, en esta estabilidad del valor añadido hay que destacar que en el periodo estudiado ha habido un aumento de participación de las materias primas (excepción de 1976 y 1977 con cifras fuera de tendencia). Aumento compensado por la disminución en el empleo del resto de los *inputs,* «trabajos, suministros y servicios del exterior», tal vez por una mayor eficiencia en su uso. El impacto de los incrementos de las materias primas a partir de la crisis de 1973 pudiera pensarse que está siendo asimilado por la empresa y trasladados sus efectos.

2. Redistribución del valor añadido de la empresa en favor de dos actores económicos: el personal y el sistema financiero. Los gastos de personal han pasado de representar el 24 por 100 de las ventas en 1972, al 29 por 100 en los años 1978-79 (cifras aproximadas). Por su parte, los gastos financieros han evolucionado desde el 3,8 por 100 de las ventas en 1972, al 5,5 por 100 en 1978 y 5,35 por 100 en 1979 (estimación).

La empresa española, al igual que las de otros países (4), no ha podido realizar la traslación plena de los aumentos de costes so-

CUADRO N.º 5

ANALISIS DE LOS COMPONENTES DEL VALOR AÑADIDO BRUTO DE LA EMPRESA

	AÑOS							
	1972	*1973*	*1974*	*1975*	*1976*	*1977*	*1978*	*1979 (1)*
VALOR AÑADIDO (en % sobre cifra de venta):								
Gastos de personal	24,06	23,73	23,94	24,91	27,79	27,72	29,05	28,78
Gastos financieros	3,84	3,74	3,98	4,61	4,76	4,48	5,51	5,35
Amortizaciones	6,33	5,78	5,15	5,24	5,29	4,52	4,73	3,90
Beneficio neto	8,85	8,35	7,33	6,08	5,88	4,77	2,94	2,55
TOTALES	43,08	41,60	40,40	40,84	43,72	41,49	42,23	40,58
PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL DEL VALOR AÑADIDO	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Gastos de personal	55,84	57,04	59,25	60,99	63,56	66,81	68,79	70,92
Gastos financieros	8,91	9,00	9,85	11,29	10,88	10,80	13,05	13,18
Amortizaciones	14,70	13,90	12,74	12,83	12,09	10,89	11,20	9,61
Beneficio neto	29,55	20,06	18,16	14,89	13,47	11,50	6,96	6,29

(1) Estimación.

bre los precios, debido, en parte, a la débil demanda interior y a la competencia exterior.

3. Caída del excedente empresarial como consecuencia del aumento de la participación en su valor añadido, de los costes de personal y financieros. El beneficio neto sobre ventas se ha visto disminuido de manera importante, no llegando a alcanzar el 3 por 100 en 1978 y continuando su tónica decreciente según las estimaciones del ejercicio de 1979.

Para un análisis más en detalle de esta realidad económica de la empresa se presenta el cuadro n.º 5, estudio de los componentes del valor añadido bruto de la empresa. En el mismo queda claramente reflejado el proceso de redistribución debido al aumento de la participación de los gastos de personal y financieros. Los gastos de personal, del 55,8 por 100 del valor añadido bruto de la empresa en 1972, han pasado a representar un 68,7 por 100 en el año 1978. Por otro lado, los gastos financieros aumentan desde un 8,9 por 100 en 1972 hasta el actual 13 por 100. Las amortizaciones han disminuido su participación del 14,7 por 100 en 1972 al 11,2 por 100 en 1978. El beneficio neto consecuencia de lo anteriormente expuesto ha evolucionado desde representar 20,5 por 100 del valor añadido bruto de la empresa en 1972 a un 6,9 por 100 en 1978.

La empresa se encuentra con una drástica disminución de sus recursos generados, pues a la caída de los beneficios se une la disminución del porcentaje sobre ventas de los fondos destinados a amortizaciones, a pesar de las claras exigencias que el avance tecnológico y la inflación plantean a las dotaciones para renovación. Esta política de amortizaciones, unida al decrecimiento en la tasa de beneficios, hace que los denominados recursos generados en el período 1972-1979, hayan disminuido su participación en el valor añadido bruto de la empresa en más del 50 por 100, lo que limita la financiación del necesario proceso inversor de las empresas, así como las expectativas de inversión. Es posible que nuestras tasas de autofinanciación, como más adelante comentamos, hayan alcanzado niveles que hacen difícil la autorrecuperación empresarial. La tasa anual de autofinanciación medida, como relación autofinanciación anual-inversión anual, ha evolucionado desde un 47 por 100 en 1972 a un 29 por 100 en 1978 (exceptuando la distorsión tendencial de 1976).

		1972 (%)	1973 (%)	1974 (%)	1975 (%)	1976 (%)	1977 (%)	1978 (%)
Tasa anual de autofinanciación (en porcentajes)	Autofinanciación anual / Inversión anual inmovilizado	47,76	42,98	38,61	35,14	45,70	23,3	29,4
Amortización económica (en porcentaje)	Amortizaciones / Inmovilizado de explotación	10,86	9,62	8,62	8,17	8,62	9,6	10,3

CUADRO N.° 6

TOTAL EMPRESAS

		1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
GESTION FINANCIERA								
Rentabilidad económica.	Beneficio antes de gastos financieros e impuestos / Activo total neto	0,1299	0,1259	0,1157	0,0954	0,0980	0,1117	0,111
Rentabilidad económica neta	Beneficio neto antes de impuestos / Activo total neto	0,0964	0,0881	0,0782	0,0519	0,0521	0,057	0,038
Coste capital ajeno... ...	Gastos financiación / Capitales ajenos	0,0738	0,0692	0,0727	0,0826	0,0927	0,093	0,126
Rentabilidad fondos propios	Beneficio neto antes de impuestos / Capitales propios	0,2295	0,2227	0,1911	0,1212	0,1250	0,131	0,089
Coste directo fondos propios	Dividendos / Capitales propios	0,0826	0,0715	0,0624	0,0460	0,050	0,042	0,043
GESTION ECONOMICA								
Rendimiento	Beneficio neto antes de impuestos / Ventas	0,0912	0,0847	0,076	0,0535	0,0505	0,048	0,029
Rendimiento económico.	B.I.G.F. (Beneficio antes de gastos financieros e impuestos) / Ventas	0,1323	0,1243	0,1172	0,1013	0,1019	0,092	0,084
ESTRUCTURA ECONOMICA								
Rotación	Ventas netas / Activo total neto	1,0575	1,0395	1,0283	0,9719	1,0346	1,1938	1,311

ANALISIS DE LOS RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS

Vamos a partir en el análisis de los índices económico-financieros del problema básico con que se enfrenta nuestra empresa, cual es el de haber alcanzado un «apalancamiento reductor», momento en el cual el coste de capital ajeno (gastos financieros / capital ajeno) es superior a la rentabilidad económica de los activos (beneficio antes de gastos financieros e impuestos / activo total neto) lo que implica que la rentabilidad de los fondos propios (beneficios / fondos propios) sea inferior al coste del capital ajeno, por lo que todo aumento de endeudamiento lleva consigo una disminución en la rentabilidad de los fondos propios.

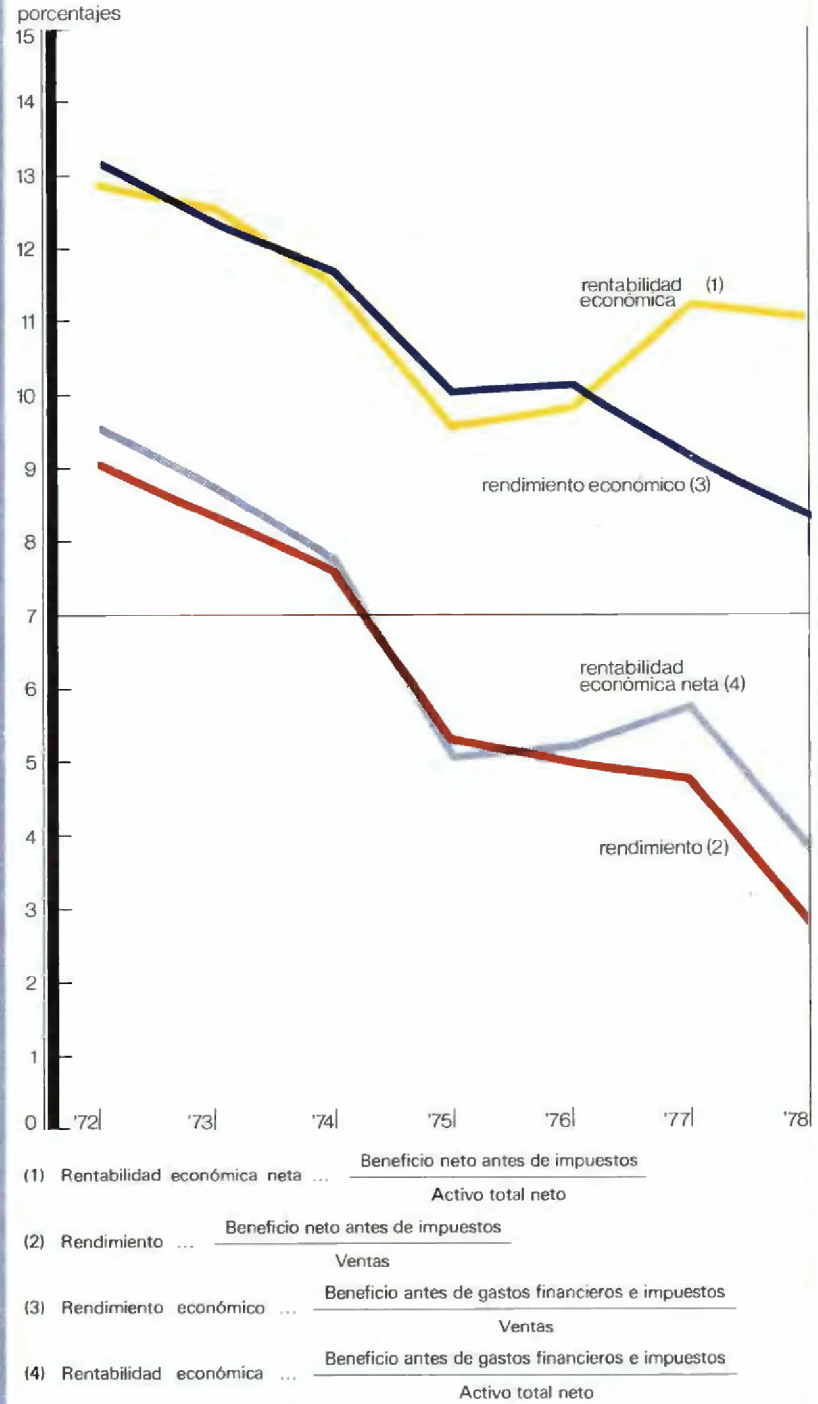
La rentabilidad económica neta es consecuencia de la rotación (ventas / activo neto total) y del margen de ventas (beneficio antes de impuestos / ventas).

Dicho índice ha evolucionado desde un 9,6 por 100 en el año 1972 a un 3,8 por 100 en el año 1978.

Los datos de nuestras empresas (cuadro n.° 6) nos indican que la rotación de las mismas como medida de eficiencia, es decir, la relación ventas netas/ activo total neto, ha mejorado en los últimos años, habiendo pasado de un índice 1,05 en 1972 a un 1,31 en 1978. No obstante, esta mejora en la rotación, en la eficiencia del sistema empresarial no ha sido capaz de compensar la caída del rendimiento o margen de ventas (beneficio neto antes de impuestos/ventas), que ha pasado de un 9,1 por 100 en el año 1972 al 2,9 por 100 en 1978, lo que explica la disminución de la rentabilidad económica neta de nuestras empresas.

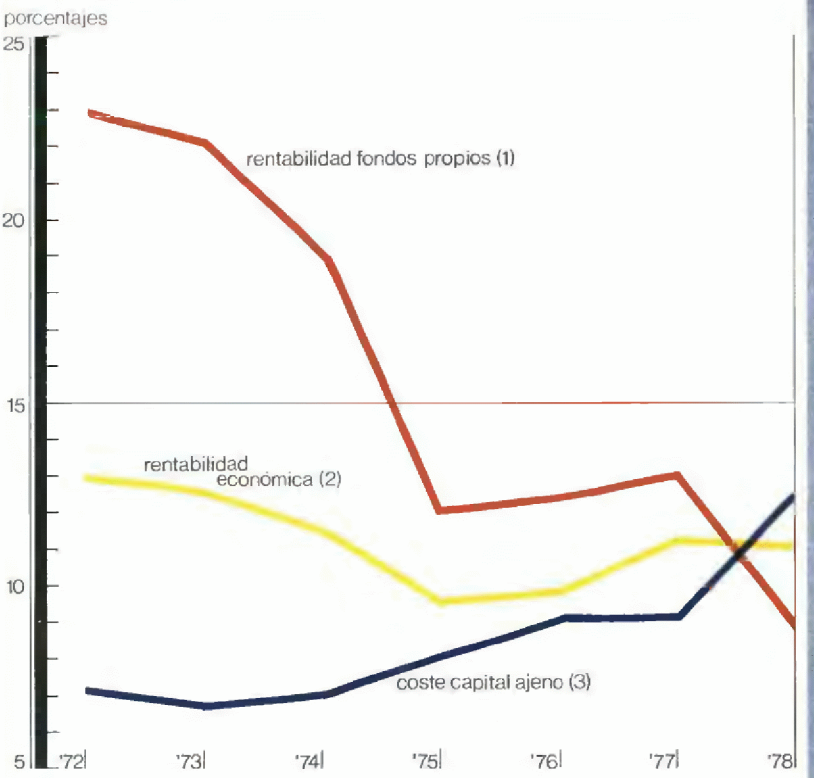
La caída de la rentabilidad

GRAFICO 1.



económica neta debe precisarse, dado que, al medir la rentabilidad como producto de la rotación por el rendimiento en dichos resultados, se involucran efectos económicos y financieros, es decir, se añaden al resultado económico las decisiones financieras que puedan afectar a la rentabilidad de la empresa (véase gráfico n.° 1). Si se compara el índice de rendimiento o margen de ventas a que hemos hecho referencia, medido como beneficio neto antes de impuestos con relación a las ventas, con un índice de rendimiento al que hemos denominado «rendimiento económico», donde se relaciona el beneficio antes de gastos financieros e impuestos con ventas, se observa que el ritmo de caída del «rendimiento económico» ha sido muy inferior al denominado «rendimiento» (beneficio neto antes de impuestos / ventas) puesto que mientras el primero ha pasado solamente desde un 13,2 por 100 en 1972 al 8,4 en 1978, el rendimiento evoluciona en igual período desde el 9,12 al 2,9 por 100. La explicación viene unida a la evolución de la participación de los gastos financieros en la cifra de ventas.

GRAFICO 2.



(1) Rentabilidad fondos propios ... Beneficio neto antes de impuestos / Capitales propios

(2) Rentabilidad económica ... Beneficio antes de gastos financieros e impuestos / Activo total neto

(3) Coste capital ajeno ... Gastos financiación / Capitales ajenos

Por ello, para el análisis económico-financiero que estamos realizando vamos a partir de un índice más significativo, cual es la rentabilidad económica de la empresa o rentabilidad de las inversiones, medida por el índice de beneficio antes de gastos financieros e impuestos con relación al activo total neto. Este ratio expresa cómo la rentabilidad económica de la empresa ha pasado del 12,9 por 100 en 1972 al 11 por 100 en el año 1978, caída no muy acentuada de la rentabilidad media de las inversiones. En este período el coste del capital ajeno ha pasado del 7,38 por 100 en 1972 al 12,6 por 100 en 1978. La medición del coste de capital ajeno se realiza por cociente entre gastos financieros y el total de deuda, medición en parte incorrecta porque no se considera, al no tener coste explícito, el coste de oportunidad de los denominados créditos de provisión (proveedores, acreedores, etc.). No obstante, como consecuencia de este apalancamiento reductor, la rentabilidad de los fondos propios de nuestras empresas ha pasado del 22,9 por 100 en 1972 al 8,9 por 100 en 1978. Ello nos quiere indicar que en este momento la empresa española, debido a la disminución de sus tasas de rentabilidad y al aumento de los costes financieros, ha llegado a un efecto apalancamiento negativo. Ello impide se desarrolle el necesario proceso inversor que el sistema económico demanda. (El gráfico n.° 2 refleja este hecho).

La rentabilidad del sistema empresarial es consecuencia, tanto de la eficiencia operativa, como de decisiones financieras a tra-

vés del efecto apalancamiento. La estructura de capital de la empresa, puede producir efectos amplificadores o reductores en la rentabilidad de los fondos propios. Ante esta situación, lo que denominamos efecto negativo del apalancamiento es consecuencia, tanto de la disminución de la rentabilidad de los activos de la empresa, como del aumento de los costes financieros. Las consecuencias que, para el sistema empresarial, ha tenido el aumento del tipo de interés real no han sido estudiadas. Aumento del tipo de interés real del sistema, debido, de una parte, al aumento de las exigencias de los ahorradores (el coste medio de los recursos ajenos de la Banca ha pasado del 4,33 por 100 en 1977 al 5,87 por 100 en 1978 y al 6,80 por 100 en 1979), y de otra, al aumento de los costes de intermediación (el margen total de intermediación en proporción a los activos medios ha sido en el caso de la Banca, el 4,55 por 100 en 1977, el 4,76 en 1978 y el 4,96 por 100 en 1979) dada la facilidad del sistema financiero de trasladar sus incrementos de costes al sistema real.

Ante la crisis de oferta del momento actual, base de salida de la misma será la recuperación de la eficiencia. Los autores se han puesto de acuerdo en vincular el término eficacia al logro de metas, reservando el de eficiencia para relacionar el logro de metas con coste (de esas metas). Al sistema real de la economía se le exige mejora de eficiencia.

La eficiencia del sistema real se ve afectada en sus resultados monetarios por las decisiones del sistema financiero. El aumento del tipo de interés real del sistema conlleva desde una doble óptica: la disminución de las expectativas de beneficios de las inversiones reales (tomándolo como tipo de actualización de los flujos generados por aquéllas) y la contracción del beneficio empresarial, fuente básica de financiación.

El sistema financiero está presionando sobre un sector real cada vez más debilitado. Los efectos sobre la empresa del aumento del tipo de interés real son en el momento actual mucho más acusados debido a: 1) el nivel de endeudamiento; 2) los aumentos de los costes de intermediación de los intermediarios financieros, y 3) las reducidas tasas de rentabilidad de los activos de la empresa industrial española.

Es posible que la dirección financiera haya sobreestimado el efecto apalancamiento en épocas de rápido crecimiento. Quizás las empresas sometidas a la lógica del crecimiento máximo sólo hayan podido mantener el mismo con el apoyo del endeudamiento. No obstante, a pesar de la rigidez a la baja de los costes financieros (dadas las tasas de inflación del sistema y la estructura de los costes de intermediación) y los de personal, la empresa se encuentra con la necesidad de reconstruir sus tasas de rentabilidad.

Recuperación de beneficios que no depende sólo de la eficiencia operativa, sino de la política de precios y costes. Precios que se encuentran con un mercado interior que no admite traslados de aumentos de costes y con una mayor competencia exterior. Aumentos de costes referidos fundamentalmente a salarios, cargas sociales y costes financieros.

Es posible que, al igual que se demanda en ciertos círculos un pacto social, sea preciso un pacto financiero. Objetivo: paliar las consecuencias que la actual situación financiera de la empresa pudiera producir en el sistema financiero, al mismo tiempo que posibilitar su recuperación económica.

La recuperación exige aumento de la actividad, alterar la estructura de reparto del valor añadido en favor de la empresa, evitar el aumento continuo de los gastos financieros y los costes de personal. Condición indispensable será la ruptura de la actual situación de apalancamiento reductor. Medidas que deben ir acompañadas, en el ámbito financiero, con modificaciones en los plazos de las deudas: reducción en los créditos interempresas y aumentos en los plazos medios de los créditos concedidos por los intermediarios financieros.

El punto crítico está en considerar que los intermediarios financieros, al intentar compensar las consecuencias del efecto apalancamiento reductor en la empresa, por el mayor riesgo financiero que genera, intenten dotar mayores cantidades para fondos de provisiones de fallidos o morosos. Esto conlleva nuevos aumentos en los gastos financieros para la empresa, consolidando su efecto apalancamiento reductor, al mismo tiempo que incide negativamente sobre las decisiones de inversión al afectar a los beneficios y al coste de los capitales.

NOTAS

(1) Alvaro Cuervo y Pedro Rivero, *Examen económico-financiero de la empresa española,* 1.°, 2.° y 3.° Análisis. A.P.D. 1978, 1979 y 1980.

(2) Se han considerado como pequeñas empresas aquellas que dan empleo a menos de 100 trabajadores, o tienen unos recursos propios inferiores a 100 millones de pesetas o una cifra de ventas inferior a 250 millones. La gran empresa se ha definido como la que tiene más de 500 trabajadores, más de 500 millones de recursos propios y más de 1.000 millones de cifra de ventas. Como medianas el segmento intermedio.

(3) Véanse los datos de la OCDE *(Financial Statistics. 1978)* con sus datos referidos a 1976, en el cuadro siguiente:

ESTRUCTURA FINANCIERA EN ALGUNOS PAISES DE LA OCDE

(Año 1976) (Unidad: %)

	Alemania	*EE. UU.*	*Francia*	*Italia*	*Noruega*	*Japón*
Fondos propios	37,2	58,5	26,5	17,8	16,8	12,8
Pasivo a largo plazo	40,5	23,9	19,1	34,2	38,6	24,8
Pasivo a corto plazo	22,3	17,6	54,4	48,0	44,6	62,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

La explicación de los dos modelos de estructura financiera se desarrolló en el trabajo del autor: *Decisiones, estructura y sistema financiero español,* «Económicas y Empresariales», n.° 2, enero-abril 1976, páginas 119-132.

(4) Equipo de Coyuntura Económica, *¿Pueden las empresas repercutir en los precios el aumento de sus costes de producción?,* «El País», 9 de marzo de 1980.