

LA EMPRESA PÚBLICA: ESTRUCTURA FINANCIERA, RENTABILIDAD Y COSTES FINANCIEROS

El análisis financiero de la empresa pública tiene como principal objetivo el diagnóstico de su situación, actividad y resultados mediante la evaluación de su estructura financiera, la determinación y comentario de su rentabilidad, tanto económica como financiera, y el análisis de sus costes financieros en un instante o período dados y en su evolución temporal, al objeto de analizar también sus posibles variaciones.

Este enfoque de la empresa pública carece, sin embargo, de un marco de referencia objetivo, por lo que en el presente trabajo de **Alvaro Cuervo** se aborda su estudio por comparación con los datos correlativos de la empresa privada, en relación con la cual se analizan las diferencias más significativas, ya desde la variable habitual de la propiedad, ya desde otras como el tamaño, la concentración sectorial y la funcionalidad, que pueden enriquecer la explicación de su realidad económico-financiera y aportar nuevas vías de justificación a su comportamiento diferencial respecto de las empresas privadas. El estudio toma como referencia los datos de la Central de Balances del Banco de España, que proporciona una muestra autoseleccionada de empresas, común para los ejercicios del período 1983-1986, y constituida por 2.775 empresas privadas y 237 públicas.

I. INTRODUCCION

El objetivo del análisis financiero de la empresa pública es realizar un diagnóstico de la misma partiendo de la información de los documentos contables en los que ésta plasma su actividad. Para ello, es posible utilizar los datos anuales que publican la Central de Balances del Banco de España y/o la CICEP (Intervención General de Administración del Estado), o bien los datos de las memorias de los *holdings* públicos —INI, INH y Dirección General de Patrimonio del Estado— y de al-

guna empresa singular, cual es el caso de RENFE. En el primer caso, se analizan datos agregados; en el segundo, datos individualizados de las empresas y *holdings*.

Los documentos contables base de la información son los estados de situación o equilibrio financiero y los de flujos, cuentas de resultados y cuadro de financiación anual. Además se pueden complementar estos documentos contables con otros datos estadísticos de las empresas y sectores económicos en que desarrollan su actividad.

En este trabajo se estudia:

a) La estructura del balance de la empresa pública, tanto de inversiones, o activo, como de pasivo, o medios de financiación.

b) Los flujos financieros de la empresa, reflejo de:

— Los recursos generados por la empresa y el resto de fondos, así como el empleo de los mismos.

— Las rentas de la empresa y su distribución.

c) Rentabilidad y costes financieros de la empresa.

La imposibilidad de disponer de datos individualizados de cada una de las empresas públicas ha supuesto que, para el desarrollo del estudio, se utilicen: la base de datos de la Central de Balances del Banco de España, las *memorias* de los *holdings* públicos —INI, INH y Dirección General del Patrimonio del Estado— y las *memorias* de RENFE.

La metodología más apropiada para el análisis financiero de la empresa pública exigirá llevar a cabo un doble examen:

a) Análisis de relaciones univariantes, centrado en *ratios* de estructura, flujos financieros y rentabilidad.

b) Análisis a partir de enfoques multivariantes.

En el primer caso, se estudian, de forma individualizada y secuencial, dichos *ratios* y, a través de sus interrelaciones, se analizan los componentes y variaciones explicativas de los mismos. En el segundo se analizan, de forma simultánea, estos indicadores para detectar relaciones de intercambio y posibles vinculaciones subyacentes entre variables, que no aparecen de forma explícita en un análisis univa-

ESQUEMA 1 INDICADORES FINANCIEROS

1. ESTRUCTURA FINANCIERA	1. ESTRUCTURA DE INVERSION	1.1. Activo inmovilizado neto/activo total neto (*) 1.2. Existencias/activo neto total 1.3. Clientes/activo neto total
	2. ESTRUCTURA DE CAPITAL	<i>Endeudamiento:</i> 1.4. Recursos ajenos totales con costes explícitos/patrimonio neto <i>Estructura fondos propios</i> 1.5. Reservas (sin considerar las motivadas por regularización)/capital social <i>Estructura endeudamiento</i> 1.6. Recursos ajenos a corto con coste/recursos ajenos totales con coste explícito <i>Cobertura de necesidades</i> 1.7. Autofinanciación/necesidades financieras <i>Cobertura de inmovilizado</i> 1.8. Activo inmovilizado neto/capitales permanentes
2. RENTABILIDAD	2.1. <i>Rentabilidad económica del activo neto (ROI)</i> Beneficio + gastos financieros/activo total neto medio 2.2. <i>Margen neto</i> 2.2.1. Beneficio o resultado neto total/producción o ventas de mercaderías y subvenciones <i>Margen económico</i> 2.2.2. Beneficio + gastos financieros/ventas 2.3. <i>Rotación</i> Ventas/activo total neto medio 2.4. <i>Rentabilidad financiera</i> $RF = ROI + (ROI - i) \times \text{Endeudamiento}$ 2.4.1. Resultado neto/patrimonio neto 2.4.2. Resultado neto — impuesto de beneficios/patrimonio neto 2.5. <i>Costes recursos ajenos remunerados (i)</i> Gastos financieros/recursos ajenos medios con coste explícito (*)	
3. LIQUIDEZ-RIESGO	LIQUIDEZ (Solvencia a corto plazo)	3.1. Deudas a corto/activo circulante 3.2. Tesorería + realizable/deudas a corto 3.3. Gastos financieros/ventas 3.4. Capacidad de autofinanciación/ventas 3.5. Capacidad de autofinanciación/deudas a corto
	SOLVENCIA	3.6. Gastos financieros/resultado neto total más gastos financieros 3.7. Gastos financieros/resultado neto total más gastos financieros 3.8. Capacidad de autofinanciación/recursos ajenos 3.9. Devolución deudas años/recursos ajenos

(*) Activo neto corresponde a la definición de la Central de Balances del Banco de España, es decir, deducidos en el activo circulante los proveedores y acreedores.

Gastos financieros = gastos financieros más diferencias de cambios. No se incluyen los gastos financieros incorporados al activo en la determinación del margen económico.

riante. El presente trabajo desarrolla el primer apartado de la metodología expuesta.

En el esquema 1 se definen las relaciones o indicadores financieros a utilizar en este estudio agrupados, en función de los objetivos planteados, en indicadores de la estructura financiera, de la rentabilidad y costes financieros, así como de los niveles de liquidez y riesgo soportados por las empresas.

Algunos *ratios* son resultado de combinaciones de *ratios*, por lo que conviene analizarlos profundizando en las causas de las variaciones encontradas en estos últimos. Así, la rentabilidad financiera o de los fondos propios es consecuencia de la rentabilidad económica (producto del margen económico por la rotación) y del efecto apalancamiento. Los cambios registrados en dicho indicador deben analizarse estudiando en qué medida están motivados por las diferencias entre la rentabilidad económica y los costes de financiación, los cambios en el endeudamiento o sus efectos conjuntos.

Hay que tener en cuenta, por último, que hay algunos factores, aparte de la propiedad, que pueden contribuir a explicar las diferencias entre empresas públicas y privadas, entre ellos se encuentran:

a) *Las cargas impropias* que se imponen a la empresa pública como consecuencia de su utilización como instrumento de la política económica o por razón de su función de mantenimiento y consolidación del sistema. Un reflejo de esas situaciones es, sin duda, el dispar peso de las subvenciones de explotación en favor de la empresa pública.

b) *El tamaño* medio de la em-

presa pública suele ser grande; por lo que es posible que a él se deban algunos rasgos —básicamente organizativos y financieros— que suelen atribuirse a la propiedad pública.

c) *La actuación prioritaria en determinados sectores* puede provocar un sesgo sectorial en el conjunto. La empresa pública se encuentra concentrada en actividades que suponen fuertes inmovilizaciones, con una rotación pequeña, y escasa o nula rentabilidad; actúa en sectores maduros o en declive, algunos en proceso de reconversión, y con elevadas barreras de salida de carácter político-social.

El presente trabajo, tras revisar los principales estudios ya realizados sobre el mismo tema, desarrolla el primer apartado de la metodología antes expuesta; el segundo —análisis multivariante— será objeto de un trabajo posterior, en curso de realización.

II. ANALISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA PUBLICA

1. A modo de antecedentes de la realidad financiera de la empresa pública

El análisis financiero de la empresa pública cuenta con un conjunto amplio de estudios que, partiendo de bases de datos disímiles y de métodos univariantes y multivariantes, llegan a un conjunto de conclusiones que han conformado una opinión generalizada sobre las notas diferenciadoras de la empresa pública, su problemática financiera en cuanto a su estructura de capital

y de inversiones, sus flujos financieros, así como su rentabilidad económica y financiera.

El primer análisis se realizó con datos del estudio del Ministerio de Industria *Las grandes empresas industriales españolas*, referido al período 1979-1981 (1). En él se identificaron los siguientes rasgos de la empresa pública:

- En las inversiones se detecta una participación del inmovilizado sobre el activo total mayor en la empresa pública que en la privada. Aunque el circulante tiene un peso menor sobre el total activo, en el mismo posee una gran participación la inversión en existencias. En el pasivo de la empresa pública existe un mayor endeudamiento, aunque en él tiene una participación mayor la financiación a medio y largo plazo; no obstante, destaca la descapitalización a consecuencia de las pérdidas crecientes.

- Las notas diferenciadoras de las cuentas de resultados son: el mayor peso de los gastos de personal y financieros, y de las subvenciones a la explotación recibidas, así como mayores dotaciones a amortización. Al no existir beneficios retenidos en la empresa pública, ésta posee una nula capacidad autofinanciadora de la expansión.

- Los indicadores de rentabilidad de la empresa pública ofrecen un panorama muy negativo. El margen económico sobre ventas es reducido y la rotación es muy inferior a la privada, lo que supone una menor rentabilidad económica, muy inferior al coste de sus deudas. Este hecho, unido al mayor endeudamiento, provoca un efecto apalancamiento notablemente reductor, que repercute sobre la rentabilidad de los fondos propios hasta hacerla negativa.

En estudios posteriores, realizados con los datos de la Central de Balances del Banco de España publicados en el *Análisis Económico Financiero* que se presenta anualmente a partir de 1982 (2), se reafirman las conclusiones comentadas. De nuevo, las notas que caracterizan la situación financiera de la empresa pública son el fuerte peso del inmovilizado en el activo, la dependencia de la financiación ajena y la baja rentabilidad económica; lo que, junto con un coste del capital ajeno superior a la rentabilidad económica, acentúa la negatividad de la rentabilidad de los fondos propios. En los últimos años se destaca el esfuerzo de capitalización de la empresa pública, vía subvenciones de capital y aportaciones de los accionistas a partir de 1984.

Los análisis financieros de la empresa pública son básicamente univariantes y descriptivos; aunque en algunos casos se completan con el empleo de métodos multivariantes, en un intento de explicar las causas de cambios en la estructura y flujos financieros de la empresa pública.

Así, los profesores J. A. Trujillo y A. Novales (3), partiendo de la base de datos de la Central de Balances del Banco de España (encuesta 1983-1984, con 2.343 empresas privadas y 135 empresas públicas), obtienen como conclusiones más significativas de su trabajo sobre la estructura financiera de la empresa que:

1. «Las empresas públicas están, con generalidad, menos saneadas (más endeudadas) que las empresas privadas. Este resultado quedaría suavizado si se considerasen recursos propios de la financiación otorgada a las empresas por parte del *holding* correspondiente».

2. «Las empresas públicas tienen un menor porcentaje de recursos ajenos a corto plazo. Además, como tienen un menor circulante financiero o incluso utilizan éste para financiarse, presentan también una menor proporción de deuda neta a corto».

3. «Las empresas públicas tienen, en promedio, una liquidez inferior a la de las empresas privadas. La liquidez fue medida por la relación entre activo y pasivo circulante, tanto excluyendo las existencias como parte del circulante como incluyéndolas. En ambos casos, la evidencia empírica es en el sentido antes mencionado. El *ratio* de liquidez es más estable para las empresas privadas, mientras que presenta una enorme volatilidad para las públicas».

Por su parte, la profesora María Jesús Yagüe (4), partiendo de los datos de la encuesta de la Central de Balances del Banco de España (Avances de la encuesta 1985-1986, muestra de 2.698 empresas del sector industrial, excluidas «energía» y «agua»), realiza un análisis comparativo entre la empresa privada y la pública. Las notas que destaca son:

• La diferencia más relevante entre empresas privadas y públicas se encuentra en su estructura financiera. El peso del patrimonio neto de las empresas públicas representa alrededor del 25 por 100 del total del pasivo, mientras que el de las privadas alcanza, en 1986, el 56 por 100. Así pues, las empresas públicas utilizan más los recursos ajenos a largo plazo, entre los que destacan los préstamos no bancarios, que incluyen la financiación de su *holding*. (Estos datos no se confirman cuando se parte del total de empresas públicas de la Central de Balances).

• Los resultados están fuertemente condicionados por la distinta distribución sectorial entre empresas privadas y públicas. Se observa una notable diferencia entre la rentabilidad financiera alcanzada por las empresas privadas y las públicas. En parte, esta elevada diferencia puede responder al hecho de que las empresas públicas se encuentran situadas, en un gran número de casos, en sectores maduros o en declive. La diferencia de rentabilidad económica a favor del sector privado se explica, fundamentalmente, por los mejores márgenes logrados por las empresas privadas; igualmente, la rotación es superior en la empresa privada.

• La rentabilidad de los fondos propios sigue siendo negativa en la empresa pública.

En el análisis de Yagüe se presenta una explicación del cambio de la rentabilidad económica y financiera en el periodo, así como un cálculo del riesgo y del crecimiento financieramente sostenible. En cuanto al riesgo, la empresa privada parece disfrutar de niveles inferiores de riesgo económico y, por tanto, de variabilidades menores del beneficio antes de intereses. Por el contrario, la empresa pública posee menores niveles de riesgo financiero y económico-financiero. En lo que se refiere al crecimiento, la tasa de crecimiento potencial, con equilibrio financiero, es muy superior en la empresa privada, al igual que la tasa de crecimiento real. La empresa privada puede crecer más sin cambiar sus políticas empresariales y sin que peligre su supervivencia, ya que su tasa de crecimiento potencial supera a la de crecimiento real. Por el contrario, la tasa de crecimiento de las empresas públicas, compatible con sus políticas financieras, es negativa y, además,

la tasa de crecimiento real ha sido superior a la de crecimiento potencial o de equilibrio financiero.

Finalmente, mencionamos el trabajo de los profesores Rodríguez Fernández y de la Fuente Sabaté (5) a partir de los datos de las 500 grandes empresas españolas (publicados en la revista *Perspectiva y Mercado*, número 162-163, en 1984, con datos de 1983). Se reafirman en él las notas características de la empresa pública, como la débil rentabilidad económica, que limita en gran medida la capacidad de autofinanciación, proceso que se ve adicionalmente agravado por el excesivo volumen de gastos financieros; todo ello desemboca en una espiral de alto endeudamiento de las empresas de naturaleza pública. El análisis de las empresas de forma individual, con un modelo de respuesta cualitativa *logit*, muestra que la variable de mayor capacidad explicativa, para diferenciar la empresa pública de la privada, es el *ratio* de cobertura del inmovilizado (o inmovilizado partido por reservas); le siguen la tasa de crecimiento del inmovilizado, con una relación inversa, y los gastos financieros sobre deudas, de forma que cuanto mayor sea este *ratio* más probable es que la empresa sea privada.

Tras esta escueta revisión de antecedentes del análisis financiero sobre la empresa pública, se pasa a continuación a desarrollar los puntos centrales del trabajo.

En el presente análisis financiero de la empresa pública, se utiliza la base de datos de la Central de Balances del Banco de España a partir de una muestra de empresas comunes, para los años 1983-1986, de 2.775 empre-

sas privadas y 237 empresas públicas, así como los datos obtenidos de los propios *holdings* públicos.

Es preciso indicar que, al no existir un marco teórico como referencia o contraste para el análisis de la empresa pública, es necesario plantear su estudio o bien de forma comparativa con la empresa privada, lo que origina un problema derivado de la falta de homogeneidad de ambos conjuntos por razones sectoriales y de tamaño, o bien centrandolo en el comentario en el análisis de los rasgos que caracterizan la evolución, en un periodo dado, de la empresa pública.

2. Estructura financiera de la empresa pública y de la empresa privada: análisis comparativo

La comparación entre las estructuras financieras de empresas públicas y privadas ofrece los siguientes puntos de interés (véanse cuadros n.º 1 y 2):

En el *activo o la estructura de la inversión* destaca el fuerte peso del inmovilizado neto sobre el total activo; hecho que se acentúa a lo largo del periodo de análisis. En 1986, este *ratio* fue del 76,2 por 100 en la empresa privada y del 86,7 por 100 en la empresa pública, habiendo sido en 1983 del 78,5 por 100 y del 83,6 por 100, respectivamente. Esta fuerte inmovilización de la inversión se explica por la concentración de la empresa pública en sectores intensivos en capital. En cuanto a la inversión en circulante, es de destacar la mejora de la gestión de existencias, que disminuyen su peso del 14,2 por 100 del activo en 1983 al 8 por 100 en 1986, peso inferior al que tienen

en el sector privado. Igualmente es de destacar la gestión de la cartera de clientes, que ha disminuido su importancia y llega a ser menos de la mitad que la de la empresa privada. Pudiera pensarse que, en conjunto, ha habido una significativa mejora en el uso de los capitales circulantes en el caso de la empresa pública, explicada también por las características sectoriales de su actuación.

En cuanto a la *estructura de capital*, los datos reflejan el cambio experimentado en la financiación de la empresa pública en los últimos años, así como su gran esfuerzo de capitalización. El endeudamiento de la empresa pública, medido por el *ratio* de capitales ajenos en relación con los capitales propios, que era 1,5 en 1983, es 1,21 en 1986 (en dicho periodo, en la empresa privada había pasado de 0,979 en 1983 a 1,07 en 1986). En esta estructura, lo más significativo es, sin duda, la composición de los fondos propios, en cuanto que el peso de las reservas con relación al capital social era, en la empresa pública, tan sólo del 27,6 por 100, frente al 80 por 100 en la empresa privada; reservas que disminuyen su peso como consecuencia de la descapitalización de las empresas públicas originada por sus resultados negativos. Por contra, el peso del capital social sobre el pasivo ha aumentado en el periodo hasta el 24,6 por 100 en 1986 (19,08 por 100 en la empresa privada), magnitud que recoge el esfuerzo de capitalización de la empresa pública llevado a cabo por el Estado a través de ampliaciones de capital. A pesar de este esfuerzo, el endeudamiento resulta superior al de la empresa privada.

No obstante, si no consideramos los fondos propios que sur-

CUADRO N.º 1

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA

ESTRUCTURA FINANCIERA	1983		1984		1985		1986	
	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública
Estructura de inversión								
Activo inmovilizado neto	0,785	0,836	0,777	0,854	0,739	0,829	0,762	0,867
Activo total neto								
Existencias	0,136	0,142	0,132	0,11	0,13	0,092	0,13	0,081
Activo total neto								
Clientes	0,214	0,136	0,209	0,106	0,21	0,09	0,225	0,098
Activo total neto								
Estructura de capital								
Recursos ajenos	0,979	1,50	1,07	1,37	1,16	1,40	1,07	1,21
Patrimonio neto								
Recursos ajenos medios	—	—	1,03	1,38	1,11	1,39	1,11	1,3
Patrimonio neto medio								
Reservas	0,53	0,349	0,547	0,228	0,766	0,269	0,80	0,276
Capital social								
Cuenta actualización y revalorización	0,506	0,36	0,455	0,38	0,346	0,328	0,287	0,306
Patrimonio neto								
Recursos ajenos corto	0,307	0,19	0,295	0,20	0,275	0,17	0,265	0,189
Recursos ajenos totales								
Autofinanciación	—	—	0,379	0,26	0,338	0,227	0,672	0,52
Necesidades financiación								
Activo inmovilizado neto	0,925	0,945	0,917	0,967	0,867	0,92	0,883	0,967
Financiación permanente								

gen de las cuentas de actualización de balances, la empresa pública presenta un menor endeudamiento que la privada. Las cuentas de actualización representaban el 25,5 por 100 del total pasivo en 1983 en la empresa privada (el 50 por 100 del patrimonio), mientras que en la empresa pública eran el 14,8 por 100 del total pasivo (el 36 por 100 del patrimonio), y el 13,8 por 100 en ambos conjuntos (28,7 por 100 del patrimonio neto, en la privada, 30,6 por 100 en la empresa pública) en el ejercicio de 1986. Aunque sin cuestionar la política de actualizaciones, hay que recordar que ésta recoge una operación contable sin reflejo en un movimiento de fondos. Los fondos de

actualización han sido la base de muchas ampliaciones de capital en la empresa privada; por lo cual, de no incluirse dichas operaciones, la empresa pública presentaría una menor tasa de endeudamiento que la privada.

Lo más significativo de la estructura del endeudamiento es el mayor peso de los recursos ajenos a corto en el total de recursos ajenos en la empresa privada con relación a la pública, aunque en los últimos años se produce una caída del peso de dichos recursos en la empresa privada. Así, en 1983, los recursos ajenos a corto sobre el total recursos ajenos representaban el 30,7 por 100 en la empresa privada, frente al

19 por 100 en la empresa pública, y en 1986 son el 26,5 por 100 frente al 18,9 por 100, respectivamente.

Con relación a la estructura de capital de la empresa pública, debemos recordar que no cabe hablar de estructuras de capital ideales. La adecuación de una estructura de capital depende de las expectativas y estabilidad de los beneficios futuros; o, mejor, del resultado económico neto de explotación, que determinará el potencial de la empresa para hacer frente a las cargas financieras, y de la capacidad de autofinanciación, que recoge las posibilidades de la empresa para las amortizaciones financieras o de-

CUADRO N.º 2

ESTADO DE EQUILIBRIO FINANCIERO

	1983		1984		1985		1986	
	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública
Activo inmovilizado neto (1)	78,46	83,66	77,70	85,44	73,94	82,93	76,17	86,72
Inmovilizado material	99,37	101,16	98,47	106,29	94,26	105,15	99,73	119,81
Inmovilizado inmaterial	0,38	0,24	0,41	0,29	0,43	0,59	0,43	0,58
Inmovilizado financiero	6,78	5,99	7,52	6,37	8,74	5,87	9,86	6,16
Gastos amortizables	2,07	6,10	2,27	4,78	2,11	3,89	1,98	2,99
Amortizaciones y provisiones de in- movilizado	-30,16	-29,84	-30,99	-32,29	-31,61	-32,57	-35,67	-42,82
Activo circulante neto (3)	21,53	16,33	22,29	14,55	26,05	17,06	23,82	13,27
<i>De la explotación</i>	<i>23,18</i>	<i>19,69</i>	<i>22,83</i>	<i>15,08</i>	<i>22,49</i>	<i>12,84</i>	<i>22,30</i>	<i>12,51</i>
Existencias	13,57	14,20	13,25	11,22	13,07	9,21	13,16	8,08
Clientes	21,46	13,59	20,93	10,58	21,22	9,05	22,47	9,79
Proveedores	-11,85	-8,10	-11,35	-6,72	-11,80	-5,41	-13,33	-5,36
<i>De fuera de la explotación</i>	<i>-5,79</i>	<i>-6,67</i>	<i>-4,80</i>	<i>-3,31</i>	<i>-0,61</i>	<i>2,06</i>	<i>-2,86</i>	<i>-0,87</i>
Otros deudores	3,88	7,39	4,87	9,94	9,78	13,55	7,21	12,17
Otros acreedores	-9,08	-13,61	-8,71	-12,28	-9,39	-10,53	-9,70	-11,95
Ajustes por periodificación y otros ...	-0,58	-0,46	-0,96	-0,97	-0,99	-0,95	-0,37	-1,08
<i>Tesorería</i>	<i>4,13</i>	<i>3,31</i>	<i>4,26</i>	<i>2,78</i>	<i>4,16</i>	<i>2,14</i>	<i>4,38</i>	<i>1,62</i>
Caja y entidades de crédito deudoras.	4,13	3,31	4,26	2,78	4,16	2,14	4,38	1,62
Activo neto (1 + 3)	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Financiación permanente (2)	84,78	88,53	84,69	88,35	85,24	90,00	86,28	89,66
<i>Patrimonio neto</i>	<i>50,51</i>	<i>40,01</i>	<i>48,24</i>	<i>42,10</i>	<i>46,35</i>	<i>41,60</i>	<i>48,22</i>	<i>45,23</i>
Capital	16,30	18,87	16,99	21,21	17,15	22,01	19,08	24,60
Cuentas actualización y revalorización.	25,55	14,54	21,94	16,05	16,04	13,64	13,65	13,83
Reservas y otros	8,65	8,59	9,30	4,83	13,15	5,93	15,28	6,79
<i>Recursos ajenos medio y largo plazo.</i>	<i>34,26</i>	<i>46,51</i>	<i>36,45</i>	<i>46,24</i>	<i>38,88</i>	<i>48,40</i>	<i>38,05</i>	<i>44,42</i>
Obligaciones y bonos	7,54	8,23	9,14	8,43	10,27	8,95	12,42	9,22
Préstamos a medio y largo plazo de entidades de crédito	23,06	30,67	23,77	31,00	23,03	28,40	21,51	25,11
Préstamos a medio y largo plazo de otros	3,62	9,70	3,52	6,81	5,57	11,04	4,11	10,08
Financiación corto plazo con coste (4).	15,21	11,46	15,30	11,64	14,75	9,99	13,71	10,33
Préstamos a corto plazo de entidades de crédito	8,83	8,28	8,75	6,07	8,72	5,19	8,18	4,30
Efectos comerciales descontados	6,09	2,67	5,49	0,98	4,95	0,66	4,57	0,55
Préstamos a corto plazo de otros	0,28	0,50	1,06	4,59	1,07	4,13	0,95	5,47

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

voluciones de la deuda. Con dichas bases, la bondad o no de una estructura de capital depende de la comparación entre el coste de la deuda y la rentabilidad de la inversión de los activos financiados con dichos fon-

dos. Siempre que el coste de la deuda sea inferior a la rentabilidad de la inversión, le interesa a la empresa endeudarse, dado que se produce un efecto apalancamiento positivo sobre la rentabilidad de los fondos propios.

En caso contrario, deberá proceder al aumento de los fondos propios para paliar el efecto negativo del apalancamiento, aunque el problema en ese caso suele estar en la escasa rentabilidad de la inversión y en la difi-

cultad, ante tal hecho, de aumentar los fondos propios.

No cabe, pues, emitir juicios valorativos sobre la bondad de la estructura del capital si no es a partir de la comparación de costes de la deuda y rentabilidad de la inversión. No existen *ratios* de referencia o índices ideales con los que comparar. Los supuestos *ratios* normativos reflejan estructuras financieras vinculadas al modelo anglosajón o de empresas orientadas al mercado de capitales, que no se corresponden ni con nuestro entorno financiero ni con los ritmos de crecimiento de la empresa española. Aún aceptando que no existen estructuras financieras ideales, es, sin duda, interesante comentar la tendencia de los cambios registrados en los últimos años para completar el análisis descriptivo estático y centrar la atención en el análisis de flujos.

Hay dos hechos significativos. El primero es la mejora de la autofinanciación de las empresas. La empresa pública ha pasado de una tasa de autofinanciación —relación entre autofinanciación (beneficios retenidos más dotaciones para amortización y otras dotaciones) y el total de empleos— del 21,7 por 100 en 1984 al 52 por 100 en 1986, mientras que dicha tasa en la empresa privada era del 37 por 100 en 1984 y del 66,7 por 100 en 1986.

En segundo lugar, y unido al fuerte aumento de los fondos autogenerados en la empresa pública en dicho período, es de destacar el apoyo de las administraciones públicas vía aportaciones de accionistas —ampliación de capital— y por medio de subvenciones de capital. Dichos fondos representan el 43 por 100 del total de empleos en 1984, 32 por 100 en 1985 y 54,7 por 100 en 1986.

Dentro de estas aportaciones, las realizadas por ampliaciones de capital han sido el 21,04, 14,5 y 35,2 por 100 en los tres últimos años, frente al 8,1, 16,6 y 8,26 por 100 que, respectivamente, presentaron en igual período en el sector privado. Ello es un reflejo del fuerte proceso de capitalización de la empresa pública, que no ha tenido repercusión en un cambio de estructura de capital, dado que, en muchos casos, los fondos de capital no se asignan en función de beneficios o rentabilidades esperadas, sino simplemente para cubrir quiebras técnicas; por lo que dichos fondos son utilizados a menudo para enjugar pérdidas acumuladas y atenuar la descapitalización de la empresa pública, sin que tengan su reflejo en una disminución de su endeudamiento.

III. RENTABILIDAD Y COSTES FINANCIEROS DE LA EMPRESA PÚBLICA

El estudio de rentabilidad de la empresa centra la atención en dos indicadores: rentabilidad de la inversión, o rentabilidad económica, y rentabilidad de los fondos propios, o rentabilidad financiera. A partir de dichos *ratios* fundamentales se analizan sus componentes y los cambios ocurridos en el período objeto de análisis.

La *rentabilidad económica* se mide por el cociente entre el resultado económico neto de la explotación más otros resultados y el activo total medio (volumen medio de inversiones de la empresa). Es, pues, un indicador de la rentabilidad media de los fondos empleados o invertidos por la empresa. Conforme al cuadro número 4, la rentabilidad econó-

mica de la empresa privada en los últimos años es del 10 por 100, mientras que la rentabilidad de la empresa pública presenta valores del 6,3 por 100. Esta diferencia es debida básicamente a la disparidad de rotación entre la empresa pública (0,54) y la privada (0,94), dado que los márgenes económicos de ambos conjuntos presentan índices muy próximos. Antes de calificar dicha disparidad, conviene indicar que, más que ineficiencia de la empresa pública en el uso de sus capitales, dichos índices pueden reflejar su concentración en sectores de fuerte inmovilizado y/o baja tasa de ocupación, unido a la dificultad de abandonarlos debido a las barreras de salida de tipo sociopolítico.

El rendimiento económico, o resultado económico neto con relación a la venta (beneficios antes de intereses e impuestos con relación a la venta), nos indica el margen económico que se obtiene de la venta para remunerar a los capitales. Dicho margen era del 10,6 por 100 en la empresa pública y del 10,5 por 100 en la privada en 1983; en 1986 es del 11,7 y del 10,9 por 100, respectivamente, presentando una mejora más acentuada en la empresa pública. Si se analizan sus componentes a través de la cuenta de resultados, vemos que, aunque el resultado final sea similar, existen diferencias significativas en los componentes de las cuentas (véase cuadro n.º 3).

El beneficio, o resultado neto sobre ventas, en los últimos años presenta una evolución muy positiva en ambos conjuntos; así, en la empresa privada el margen era el 2,18 por 100 en 1983, el 3,05 por 100 en 1985 y el 3,94 por 100 en 1986. En la empresa pública era el —3,58 por 100 en 1983, —1,54 por 100 en 1985 y

CUADRO N.º 3

ESTADO DE RESULTADOS DE LA EMPRESA PUBLICA
(Porcentajes)

CONCEPTO	1983		1984		1985		1986	
	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública
Ventas netas e ingresos accesorios a la explotación	98,33	90,80	98,63	89,57	99,16	90,20	98,96	91,33
Variación de existencias de productos terminados y en curso	0,65	-1,29	0,43	-1,03	-0,07	0,22	0,22	-1,01
Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado	0,77	3,23	0,71	2,65	0,70	2,26	0,62	2,31
Subvenciones a la explotación	0,23	7,26	0,21	8,80	0,21	7,29	0,18	7,35
Producción o venta de mercaderías y subvenciones	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Compras netas	59,86	31,32	58,78	27,78	58,53	32,12	53,95	27,82
Variación de existencias, de primeras materias y mercaderías	1,16	1,56	0,45	-0,36	0,80	-0,66	-0,33	-1,16
Trabajos, suministros, transportes, fletes y diversos	12,67	20,42	12,71	21,75	13,32	19,27	14,16	19,13
Tributos	0,36	4,50	0,39	3,96	0,47	3,68	0,46	3,63
Valor añadido ajustado	28,27	45,31	28,56	46,13	28,47	44,24	31,08	48,23
Gastos de personal	17,17	28,52	16,54	27,27	16,32	25,90	17,59	27,66
Resultado económico bruto de la explotación	11,09	16,79	12,01	18,6	12,14	18,34	13,48	20,57
Dotación amortizaciones	3,80	8,29	4,61	8,97	4,47	9,32	4,86	11,30
Dotación neta de provisiones y provisiones de explotación e insolvencias.	0,66	1,11	0,62	1,05	0,55	1,51	0,60	1,33
Resultado económico neto de la explotación	6,62	7,38	6,77	8,83	7,11	7,50	8,02	7,93
Ingresos financieros	1,11	1,57	1,12	1,85	1,24	1,98	1,51	2,22
Intereses activados y otras revalorizaciones	2,78	2,31	2,93	3,38	2,02	2,19	1,70	1,70
Gastos financieros	7,93	13,81	8,00	13,99	8,97	11,75	6,71	11,37
Diferencias negativas de valoración en moneda extranjera	0,40	0,32	0,38	1,75	0,20	0,87	0,27	0,57
Resultados extraordinarios y de la cartera de valores	0,00	-0,71	0,09	-1,12	0,19	-0,40	-0,10	-0,17
Beneficios diferidos	0,00	-0,01	-0,01	-0,02	0,33	0,18	0,20	0,00
Resultado neto total	2,18	-3,58	2,56	-2,77	3,05	-1,54	3,94	-0,26

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

-0,26 por 100 en 1986, con una gradual mejora en ambos conjuntos, más acentuada en la empresa pública, aun cuando sigue siendo negativo. Las mejoras y diferencias en las cuentas de resultados vienen explicadas por:

a) El incremento en el valor añadido generado por las empresas. Los porcentajes de valores

añadidos sobre ventas son similares en ambos conjuntos, reflejando estructuras económicas de empresas diferentes.

b) La caída de los gastos financieros sobre ventas. Los gastos financieros, aunque disminuyen en los últimos años, presentan una mayor importancia en la empresa pública: en 1983 eran

el 13,8 por 100 de la venta, frente al 7,93 por 100 en la privada. En 1986 ambos valores eran del 11,37 y el 6,71 por 100, respectivamente.

c) Los gastos de personal son el 25,66 por 100 de la venta en la empresa pública y el 17,59 por 100 en la privada. Estos valores, después de una caída hasta

1985, presentan un leve repunte en el último año.

d) Es necesario señalar que las dotaciones para amortización y otras provisiones de la empresa pública son más del doble que las de la privada (en 1986, 12,63 por 100 en la pública frente a 5,46 por 100 en la empresa privada), lo que se explica por el mayor peso del inmovilizado en el activo y la menor rotación.

e) Las subvenciones a la explotación son el 7,3 por 100 de la venta en la empresa pública; en la privada no alcanzan el 0,20 por 100.

A partir, pues, de estructuras económicas disímiles, como refleja el hecho de que el valor añadido ajustado sobre ventas sea el 31 por 100 en la empresa privada y el 48,2 por 100 en la

pública, se obtienen resultados económicos netos de explotación idénticos, en torno al 8 por 100 de la cifra de ventas o producción. Esto se debe a que el mayor valor añadido en la empresa pública queda compensado por el mayor peso de los gastos de personal y dotaciones para amortización y otros. La diferencia entre los resultados netos sobre ventas de empresas públicas y privadas viene explicada, básicamente, por la disparidad de las cargas financieras en ambos conjuntos.

Por último, en el estudio de la rentabilidad es preciso analizar la *rentabilidad financiera o de los fondos propios*, que viene determinada por la rentabilidad económica de la empresa y el efecto apalancamiento. Su explicación se debe centrar, pues, en la rentabilidad de la inversión, ya

comentada, en el coste de los capitales ajenos y en el endeudamiento.

El coste de los capitales ajenos en la empresa pública es menor que en la empresa privada, como era de esperar, dado el menor riesgo de ésta, las economías de escala y la tradicional existencia de circuitos privilegiados de financiación (tendientes a desaparecer). Este coste presenta en los últimos años una caída en ambos casos, ya que en 1986 el coste explícito de la deuda era el 12,8 por 100 para la empresa privada, 11,4 por 100 para la empresa pública, y en 1983 se situaba en el 14,6 y el 12,1 por 100, respectivamente. El coste medio de los recursos ajenos es superior a la rentabilidad económica, lo que ha supuesto un efecto apalancamiento reductor. Sin embargo, en

CUADRO N.º 4

EMPRESA PRIVADA Y PÚBLICA: ANALISIS DE RENTABILIDAD Y COSTES FINANCIEROS

	1983		1984		1985		1986	
	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública
Rentabilidad								
<i>Rentabilidad económica</i>	0,09	0,054	0,102	0,072	0,097	0,063	0,103	0,063
Beneficio	0,022	-0,036	0,0256	-0,028	0,030	-0,015	0,0399	-0,0026
Producción o venta								
Beneficio + Gastos financieros	0,105	0,106	0,109	0,13	0,102	0,11	0,109	0,117
Producción								
<i>Rotación</i>	0,867	0,51	0,928	0,55	0,943	0,56	0,942	0,54
<i>Rentabilidad financiera:</i>								
Resultado neto (beneficio)	0,037	-0,046	0,048	-0,037	0,061	-0,021	0,0785	-0,003
Patrimonio neto								
Resultado neto después impuesto	—	—	0,0354	-0,048	0,045	-0,035	0,056	-0,019
Patrimonio neto								
Costes financieros								
Gastos financieros	0,146	0,121	0,154	0,148	0,128	0,123	0,128	0,114
Recursos ajenos totales								
Gastos financieros	0,083	0,14	0,084	0,157	0,072	0,126	0,0699	0,119
Producción o ventas								

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

CUADRO N.º 5

ANÁLISIS DE LIQUIDEZ Y RIESGO

LIQUIDEZ Y RIESGO	1983		1984		1985		1986	
	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública
Deudas a corto	0,706	0,702	0,686	0,80	0,566	0,58	0,576	0,78
Activo circulante								
Gastos financieros	0,79	1,34	0,766	1,21	0,70	1,14	0,639	1,02
Beneficio + gastos financieros								
Gastos financieros	—	—	1,19	2,13	0,96	1,43	0,789	1,09
Capacidad de autofinanciación								
Capacidad de autofinanciación	—	—	0,429	0,35	0,47	0,46	0,586	0,586
Deudas a corto								
Capacidad de autofinanciación	—	—	0,129	0,69	0,134	0,086	0,158	0,105
Deuda total								

el último ejercicio disponible, dado que dicho coste disminuye y aumenta la rentabilidad económica, se observa una reducción progresiva del impacto reductor del apalancamiento. En el cuadro n.º 4 se recoge la rentabilidad de los fondos propios por medio de los *ratios* resultado neto/patrimonio neto y resultado neto después de impuestos/patrimonio neto.

La rentabilidad financiera ha pasado, en la empresa privada, del 3,7 por 100 en 1983, al 7,85 por 100 en 1986 (5,6 por 100 después de impuestos), y en la empresa pública de —4,6 por 100 en 1983 a —0,30 por 100 en 1986. En el caso de la empresa privada, es de esperar que a partir de 1987 presente un efecto apalancamiento amplificador, es decir, que los costes de la deuda sean inferiores a la rentabilidad de la inversión. Conviene recordar que el problema de la rentabilidad de la empresa pública no es tanto su endeudamiento como su escasa rentabilidad económica; no obstante, en este período, la mejora lograda en la rentabilidad fi-

nanciera o de los fondos propios se debe básicamente a la reducción progresiva del *ratio* de endeudamiento, desde un valor de 1,49 en 1983 hasta 1,29 en 1986. Recurrir a las ampliaciones y a las subvenciones de capital para enmascarar la escasa rentabilidad económica, y así presentar resultados positivos, bajo la hipótesis de que el capital propio no implica coste, es un error que puede inducir a asignaciones ineficientes de fondos. Los fondos propios tienen coste, aunque no sea explícito, se trata de un coste de oportunidad. Ello implica que no pueden ser empleados para evitar quiebras técnicas o presentar mejoras aparentes en los resultados que son sólo consecuencia de sustituir capital ajeno, con coste explícito, por fondos propios, que se consideran gratuitos.

IV. RIESGO Y CRECIMIENTO EN LA EMPRESA PÚBLICA

1. Análisis del riesgo

En el estudio del riesgo es preciso diferenciar dos categorías o niveles de riesgo: económico y financiero. El primero está determinado por la variabilidad del resultado económico, o beneficio antes de interés e impuestos, como consecuencia de los cambios en las variables que lo determinan: precios y cantidades. El segundo se vincula a la variabilidad del resultado neto, el cual es consecuencia del resultado económico y del impacto de los gastos financieros sobre éste. Estas categorías de riesgo pueden ser cuantificadas a partir de las medidas estadísticas de dispersión.

A su vez, para el estudio del riesgo financiero es posible definir, en función del plazo, dos tipos de análisis: *análisis de liqui-*

dez, si se trata de determinar la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos a corto plazo, o bien *análisis de solvencia*, si se pretende conocer la capacidad para afrontar el conjunto de obligaciones contraídas.

En este trabajo, el análisis del riesgo se realiza a partir de indicadores indirectos. En el caso de la liquidez, se utilizan *ratios* de balance que relacionan las principales partidas del circulante, o bien se utilizan datos de flujos, como la capacidad de autofinanciación para hacer frente a las deudas a corto. En el estudio de la solvencia de la empresa se diferencia entre la capacidad para hacer frente a los gastos financieros y la capacidad de amortización financiera o devolución del principal.

En el cuadro n.º 5 se puede comprobar cómo la estructura de circulante de la empresa pública mantiene un mayor peso de las deudas a corto sobre el activo circulante que la empresa privada. Así, en esta última dicho indicador presenta un valor del 57,6 por 100, y en la empresa pública alcanza el 78 por 100, en 1986.

La capacidad para hacer frente a los gastos financieros, medida a través del *ratio* de gastos financieros en relación con beneficio más gastos financieros, o también con relación a la capacidad de autofinanciación, refleja el margen o capacidad de la empresa para endeudarse. La empresa privada, como recoge la relación gastos financieros/beneficios más gastos financieros, ha aumentado su potencialidad para endeudarse. La empresa pública se encuentra en una situación de máximo endeudamiento, con una mejora en los últimos años,

CUADRO N.º 6

CALCULO DE LA TASA DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE DE LAS VENTAS

	<i>Empresa privada</i>	<i>Empresa pública</i>
Margen neto	0,028	-0,015
Tasa de retención B.º	0,38	1
Deuda/patrimonio neto	1,11	1,3
Rotación	0,942	0,54
Tasa de crecimiento sostenible de las ventas.	2,12	-1,9
Tasa de crecimiento potencial	5,9	-1,9
Crecimiento real de las ventas (1985-1986)	2,07	2,49

desde una perspectiva de solvencia. Si se complementa esta información con el *ratio* de gastos financieros/capacidad de autofinanciación, que recoge un segundo nivel de seguridad para hacer frente a los compromisos financieros, se reafirman los análisis precedentes. La empresa privada no tiene ningún problema para hacer frente a los gastos financieros, mientras que en la pública, a pesar de la mejora en sus resultados, los gastos financieros equivalen a su capacidad de autofinanciación. En este análisis del riesgo se supone que la única consecuencia que se deriva del endeudamiento son los gastos financieros, y que la empresa puede dedicar todos los recursos generados a su pago.

Ahora bien, los compromisos financieros de la empresa son, básicamente, hacer frente a los gastos financieros y a la devolución del principal de la deuda. La devolución de la deuda a corto plazo en ambos conjuntos ha mejorado en los últimos años, y en 1986 alcanza la capacidad de autofinanciación al 58,6 por 100 de la deuda a corto. En el análisis de la totalidad de la deuda, la empresa privada muestra que en 1984 tenía una capacidad del 13 por 100 y en 1986

del 15,8 por 100. Por contra, en la pública este indicador ha evolucionado del 6,9 al 10,5 por 100. Ello implica que, aun cuando no se dispone de información para valorar la bondad del plazo medio de endeudamiento de nuestras empresas, no existen particulares problemas de devolución de la deuda si su periodo medio de vida es superior a los seis años en la empresa privada y a los diez años en la pública.

2. El crecimiento de la empresa

Sin duda, uno de los puntos diferenciadores de la empresa pública y la privada, a la vista de su estructura de capital, sus flujos financieros y su capacidad de generación de recursos, está en el potencial de crecimiento; es decir, en la capacidad de ambos tipos de empresas para mantener un crecimiento sostenible y equilibrado de las ventas.

La condición de crecimiento equilibrado en una empresa viene definida por la identidad entre las tasas de crecimiento de la demanda (C_D), de la cifra de ventas (C_V), del activo (C_A) y de los fondos propios (C_F). Esta múltiple igualdad es raramente alcanzada

de forma instantánea, si no es por ajustes sucesivos en períodos largos.

La tasa de crecimiento sostenible de las ventas indica el máximo crecimiento en la cifra de ventas que el grupo de empresas puede soportar para unos valores dados de los parámetros: margen de beneficios (después de impuestos), tasa de retención de beneficios, coeficiente de endeudamiento (deuda/patrimonio neto) y rotación del activo (6).

En el cuadro n.º 6 se recogen las tasas de crecimiento sostenible de las ventas para las empresas privada y pública a partir de las tasas de rendimiento económico, relación de endeudamiento, rotación y tasa de retención de beneficio presentadas por ambos agregados en el ejercicio 1985-1986. Igualmente, se presentan la tasa de crecimiento potencial y real de las ventas en el mismo período.

La tasa de crecimiento sostenible de las ventas se sitúa en el 2,12 por 100 en la empresa privada, mientras que en la empresa pública es negativa, del -1,9 por 100. La tasa de crecimiento potencial indica el máximo crecimiento de las ventas en el supuesto de adoptar una política de no distribución de dividendos y, por lo tanto, la tasa de retención de beneficios sería máxima. En el caso de la empresa pública, ambas tasas coinciden, puesto que el beneficio después de intereses es negativo y, por lo tanto, la tasa de distribución de beneficio es nula. El hecho más destacable es, sin duda, que la empresa privada presenta un crecimiento equilibrado, con una tasa real de variación de las ventas ligeramente inferior a su capacidad (2,07 por 100 frente a 2,12 por 100) y un potencial de

crecimiento casi tres veces superior a la situación actual, 5,9 por 100. En cambio, la realidad financiera de la empresa pública indica que, aunque las ventas aumentan un 2,49 por 100, una situación equilibrada debería presentar un decrecimiento del -1,9 por 100; ello implica que la empresa pública, para atender el crecimiento real señalado, debería modificar algunas, o todas, sus relaciones básicas de rendimiento económico, rotación y relación de endeudamiento.

Resulta útil separar en la tasa de crecimiento financieramente sostenible los dos componentes que la conforman, para determinar el nivel de crecimiento intrínseco y extrínseco alcanzado por cada grupo de empresas. En efecto, el crecimiento financieramente sostenible, sin modificar las políticas financieras y operativas de la empresa, viene determinado por la proporción de la rentabilidad financiera que es reinvertida por ésta (7).

Si la empresa no tiene deuda ($D = 0$), su tasa de crecimiento sostenible es el producto de la rentabilidad económica por la tasa de retención de beneficios que define el crecimiento intrínseco de la empresa. Si la

empresa tiene un apalancamiento financiero amplificador, puede mejorar su tasa de crecimiento equilibrado añadiendo a su crecimiento intrínseco un factor de crecimiento externo. El crecimiento sostenible total viene dado por la suma algebraica de estos dos componentes y la corrección del efecto impositivo, necesaria, pues la rentabilidad económica ha sido calculada antes de impuestos.

El cuadro n.º 7 muestra la descomposición del crecimiento sostenible en sus componentes, intrínseco y extrínseco, para una tasa de retención de beneficios del 38 por 100 en la empresa privada y del 100 por 100 en la empresa pública. Como se observa en dicho cuadro, ambos colectivos presentan niveles de crecimiento intrínseco positivos, generados a partir de sus respectivos niveles de rentabilidad económica. Es preciso indicar que en el caso de la empresa pública es el máximo a alcanzar, dado que se parte de la aceptación de una política de no reparto de dividendos (en la empresa privada se ha realizado el análisis a partir de la política de distribución seguida por ella en el período 1985-1986). El estudio del crecimiento extrínseco aporta valores

CUADRO N.º 7

**DESCOMPOSICION DEL CRECIMIENTO SOSTENIBLE
EN SUS COMPONENTES INTRINSECO Y EXTRINSECO
(En porcentaje)**

	<i>Empresa privada</i>	<i>Empresa pública</i>
Crecimiento intrínseco	3,92	6,2
Crecimiento extrínseco	-0,95	-6,6
Corrección efecto impositivo	0,85	1,6
TASA DE CRECIMIENTO FINANCIERAMENTE SOSTENIBLE	2,12	-1,9

CUADRO N.º 8

ANÁLISIS DE LA MUESTRA DE EMPRESAS POR TAMAÑO

TAMAÑOS INTERVALOS VENTAS (Millones pesetas 1986)	N.º EMPRESAS PRIVADAS		N.º EMPRESAS PÚBLICAS	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
I. 0-49	508	10,44	49	16,33
II. 50-99	353	7,25	12	4,00
III. 100-249	851	17,49	26	8,66
IV. 250-499	799	16,42	17	5,66
V. 500-999	794	16,32	40	13,33
VI. 1.000-4.999	1.171	24,07	77	25,66
VII. 5.000-9.999	195	4,02	19	6,33
VIII. 10.000-49.999	163	3,35	43	14,33
IX. > 50.000	31	0,64	17	5,66

negativos de dicha tasa en ambos grupos, aunque de muy inferior magnitud en la empresa privada. Ello indica que el apalancamiento financiero aún actúa de forma reductora, disminuyendo la rentabilidad de los fondos propios y, por tanto, la capacidad de crecimiento de las empresas; no obstante, este efecto, como ya quedó señalado, es mucho más importante en la empresa pública (-6,6 por 100) frente a la empresa privada (-0,95 por 100).

V. ANÁLISIS DE LA DIMENSION DE LA EMPRESA PÚBLICA

La empresa pública se encuentra básicamente dentro del conjunto denominado gran empresa, y ello sugiere la posibilidad de que la variable de tamaño contribuya a explicar algunas de sus características financieras. Por ello, es necesario contrastar la relevancia del tamaño como variable determinante de la realidad y comportamiento financiero de la empresa pública.

Conforme se recoge en los datos de la Central de Balances del Banco de España, la empresa

pública se identifica con la gran empresa, al presentar, en 1986, una media de 1.600 trabajadores, 15.500 millones de ventas y 26.000 millones de activo total. La empresa media del sector privado, en la muestra, se caracteriza por un empleo de 200 trabajadores, 2.900 millones de ventas y un inmovilizado total de 3.000 millones. Con dichos datos se ha efectuado la agrupación, en función de nueve intervalos, de la variable ventas que se recoge en el cuadro n.º 8.

En el cuadro n.º 9 se presenta la información económico-financiera de la empresa española (1986) centrada en 14 *ratios* diferenciados entre empresa privada y empresa pública, por tamaños, para estudiar su comportamiento financiero. En este estudio se tiene presente la limitación que supone utilizar datos de un ejercicio, lo cual afecta a la significación de las conclusiones, en particular en los *ratios* de flujos. En cualquier caso, las conclusiones más significativas son:

En cuanto a la estructura financiera de la empresa pública, medida por su tasa de endeudamiento, ésta tiene, al igual que la

privada, unas tasas crecientes de endeudamiento en función del tamaño; aunque la empresa pública, en el intervalo de empresas entre 5.000 y 10.000 millones de ventas, presenta una fuerte oscilación, debido a la singularidad de algunas empresas que alteran la tendencia. La estructura de la deuda, medida por el indicador deuda a corto/deuda total, presenta una mayor participación de la deuda a corto en la empresa privada; si bien para los intervalos en que se sitúa la gran empresa, se produce una tendencia a la homogeneidad, como consecuencia del aumento de la participación de la deuda a corto en la empresa pública y la disminución de su peso en la privada. Por el contrario, la tasa de autofinanciación es inferior en la empresa pública, salvo en el caso de las empresas con más de 50.000 millones de ventas, en cuyo caso es superior en la empresa pública.

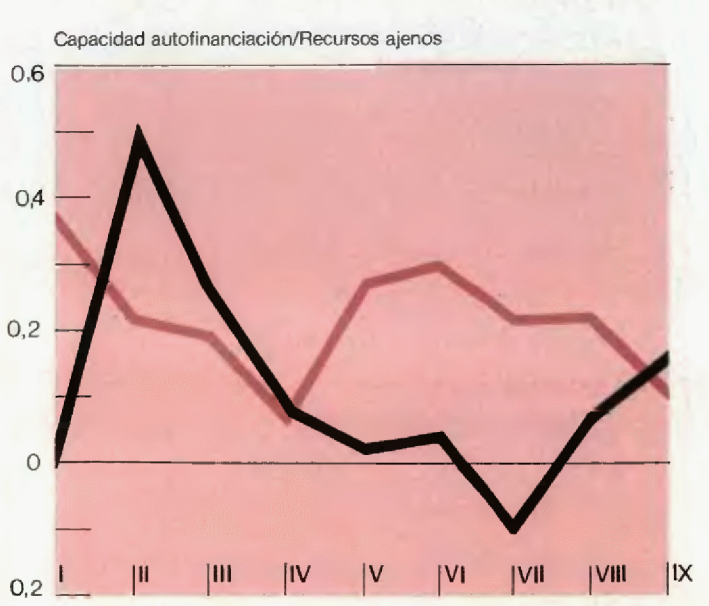
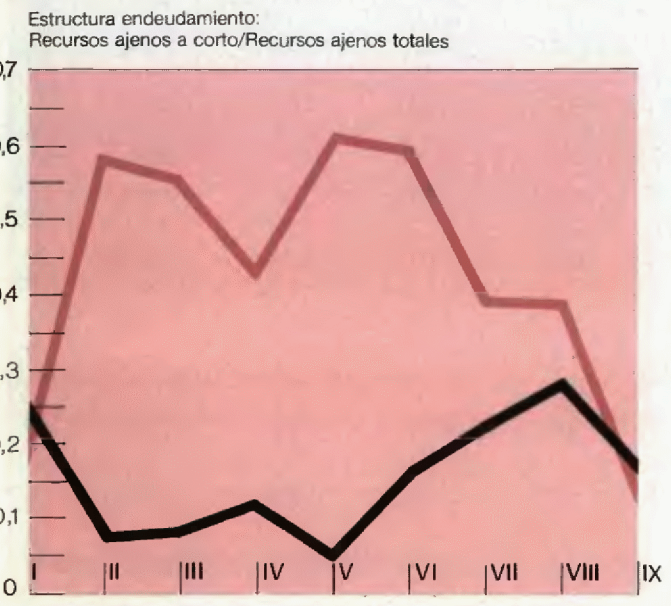
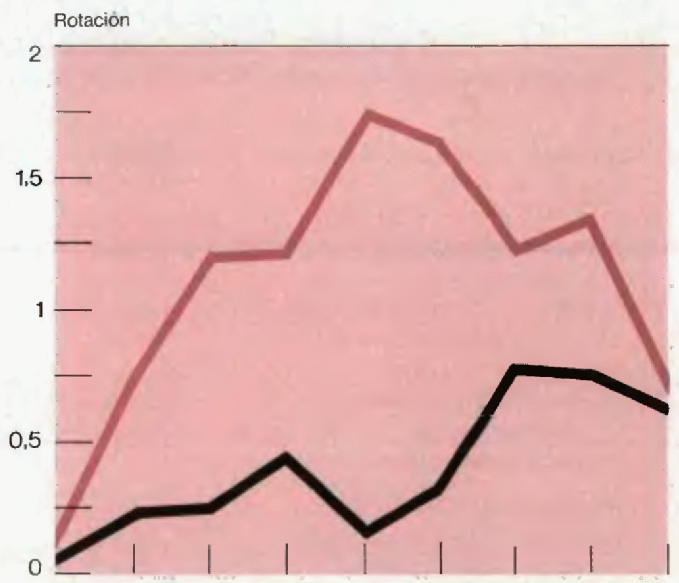
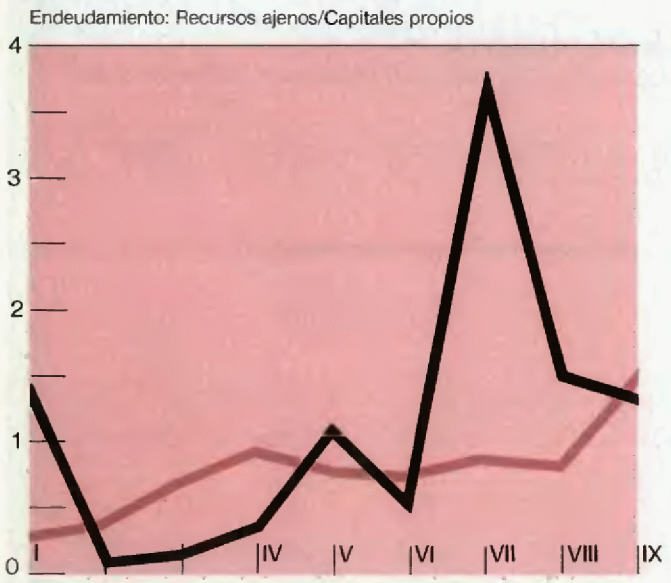
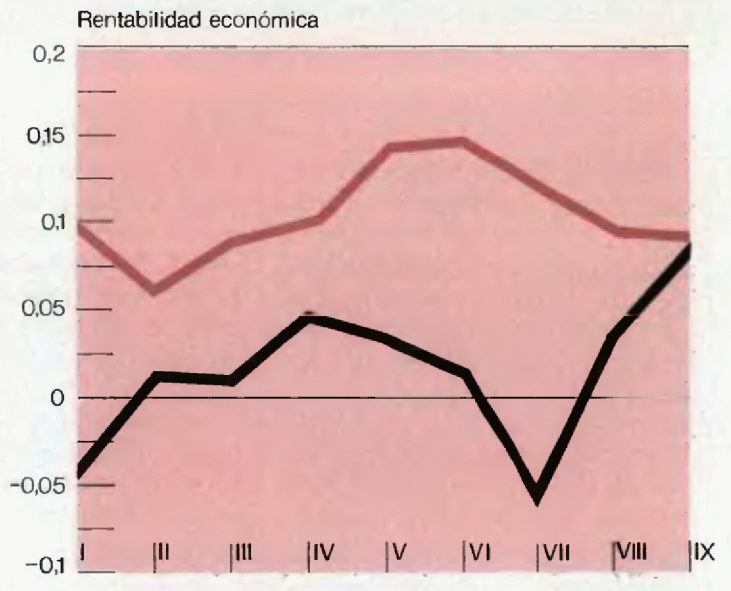
La empresa pública presenta unos valores de rentabilidad económica inferiores en todos los tramos al 5 por 100, produciéndose incluso casos de rentabilidad económica negativa, a excepción del grupo correspondiente a las empresas con ventas superiores a 50.000 millones, para el que la rentabilidad económica alcanza un valor de 8,7 por 100, muy similar al de la empresa privada.

El coste de los recursos financieros oscila generalmente entre el 10 y el 14 por 100, siendo en la mayoría de los intervalos superior en la empresa privada, en especial en la mediana empresa; mientras que para la gran empresa tienden a ser muy similares los costes, en torno al 11 por 100.

La rentabilidad económica viene determinada por la rotación y el rendimiento económico sobre

GRAFICO 1
LA EMPRESA PUBLICA.
ANALISIS ECONOMICO Y FINANCIERO
POR TAMAÑO

■ Empresa Pública ■ Empresa Privada



ventas. La tendencia de la rotación, como se recoge en el gráfico 1, presenta en la empresa pública valores crecientes en función del tamaño, y se estabiliza en las empresas con ventas superiores a 5.000 millones; por contra, la rotación en la empresa privada es siempre superior a la de la empresa pública, aunque en el caso de la gran empresa tiende a decrecer y, por tanto, a dismi-

nuir su diferencia con ésta. La rotación del activo está íntimamente relacionada con la intensidad del capital fijo; ésta depende más del sector que del tamaño, si bien la pertenencia a determinados sectores implica un tamaño mínimo. En este caso, la intensidad del capital, medida por la relación entre activo fijo/activo total, presenta valores crecientes hasta el intervalo de 1.000 millo-

nes de ventas, donde adopta su valor máximo (96,2 por 100). A partir de dicho tamaño comienza a disminuir, aunque en los últimos intervalos vuelva a aumentar.

El rendimiento económico sobre ventas presenta oscilaciones que no vienen explicadas por el tamaño; asimismo, no existen diferencias en función de la propiedad de la empresa.

CUADRO N.º 9

LA EMPRESA PÚBLICA. ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO POR TAMAÑO

	TAMAÑO I		TAMAÑO II		TAMAÑO III	
	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública
ESTRUCTURA FINANCIERA						
Activo inmovilizado neto	0,826	0,383	0,721	0,417	0,637	0,813
Activo total neto						
Recursos ajenos totales ctes. explícitos	0,278	1,34	0,367	0,045	0,69	0,114
Patrimonio neto						
Recursos ajenos a corto	0,2	0,24	0,59	0,07	0,56	0,081
Recursos ajenos totales						
Autofinanciación	0,056	-0,00028	0,523	0,245	0,5226	0,312
Necesidades financieras						
RENTA COSTE FINANCIERO						
Beneficios + Gastos financieros	0,10	-0,041	0,062	0,013	0,087	0,0092
Activo total neto medio						
Beneficio	0,80	-1,125	0,040	0,033	0,029	0,012
Producción						
Beneficio + Gastos financieros	0,97	-0,94	0,082	0,059	0,073	0,038
Producción						
Gastos financieros	0,17	0,185	0,042	0,026	0,043	0,026
Producción						
Rotación	0,105	0,043	0,76	0,226	1,2	0,24
Resultado neto	0,107	-0,11	0,042	0,0079	0,06	0,0032
Patrimonio neto						
Resultado neto después de impuestos	0,075	-0,116	0,27	0,0048	0,039	-0,0013
Patrimonio neto						
Gastos financieros	0,082	0,014	0,119	0,135	0,127	0,062
Recursos ajenos con coste explícito						
LIQUIDEZ-RIESGO						
Gastos de financieros	0,21	8,6	0,54	0,25	0,65	0,23
Capacidad de autofinanciación						
Capacidad de autofinanciación	0,38	0,0016	0,218	0,53	0,196	0,268
Recursos ajenos						

Finalmente, el riesgo financiero en la empresa pública presenta importantes oscilaciones, no pudiendo detectarse relación alguna con el tamaño. La capacidad de devolución de la deuda, medida en función de la autofinanciación, presenta en algunos tamaños valores inferiores al 1 por 100, siendo, en general, bastante baja, salvo para las empresas pequeñas —en algunos tra-

mos— y para las empresas con ventas superiores a 50.000 millones.

A partir de este análisis, pudiera concluirse que en la mayoría de los *ratios* no aparece una clara relación con el tamaño; si se encuentran vinculaciones importantes en cuanto a la estructura de capital y los costes de la deuda, y no tanto en los indica-

dores de rentabilidad y riesgo. Una conclusión importante es que las empresas grandes, tanto públicas como privadas, tienden a presentar *ratios* similares; por lo que es probable que la realidad financiera de la empresa pública que, por término medio, es de gran tamaño, sea, al menos en parte, reflejo de éste. Sin duda, sería de interés contrastar la hipótesis del sector para explicar

CUADRO N.º 9 (Continuación)

LA EMPRESA PÚBLICA. ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO POR TAMAÑO

	TAMAÑO IV		TAMAÑO V		TAMAÑO VI	
	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública
ESTRUCTURA FINANCIERA						
Activo inmovilizado neto	0,586	0,928	0,52	0,962	0,556	0,839
Activo total neto						
Recursos ajenos totales ctes. expl.	0,97	0,328	0,78	1,116	0,74	0,526
Patrimonio neto						
Recursos ajenos a corto	0,428	0,118	0,62	0,049	0,60	0,156
Recursos ajenos totales						
Autofinanciación	1,04	0,0048	0,64	0,13	0,69	0,106
Necesidades financieras						
RENTA COSTE FINANCIERO						
Beneficios + Gastos financieros	0,098	0,047	0,14	0,033	0,146	0,0138
Activo total neto medio						
Beneficio	0,032	0,024	0,043	-0,085	0,051	-0,064
Producción						
Beneficio + Gastos financieros	0,081	0,104	0,08	0,227	0,089	0,043
Producción						
Gastos financieros	0,049	0,081	0,036	0,312	0,038	0,107
Producción						
Rotación	1,21	0,447	1,75	0,144	1,63	0,32
Resultado neto	0,076	0,016	0,133	-0,026	0,145	0,031
Patrimonio neto						
Resultado neto después de impuestos	0,055	-0,0034	0,098	-0,266	0,113	-0,032
Patrimonio neto						
Gastos financieros	0,119	0,141	0,145	0,085	0,147	0,10
Recursos ajenos con coste explícito						
LIQUIDEZ-RIESGO						
Gastos de financieros	1,92	1,42	0,54	5,88	0,49	2,77
Capacidad de autofinanciación						
Capacidad de autofinanciación	0,06	0,076	0,27	0,014	0,30	0,036
Recursos ajenos						

parte de las diferencias en la situación y comportamiento financiero de la empresa pública frente a la privada. Lamentablemente, con los datos disponibles no ha sido posible llevar a cabo dicho análisis. De una forma indirecta, recogeremos a continuación este aspecto, al comentar la realidad financiera de la empresa pública conforme a su dependencia de los *holdings* públicos.

VI. ANALISIS DE LA EMPRESA PUBLICA CONFORME A SU AGRUPACION EN HOLDINGS: EL INI

Es de todos conocido que, con la excepción de RENFE, la mayor parte de las empresas públicas españolas se encuentran agrupadas en tres *holdings*: Instituto Nacional de Industria (INI), Instituto Nacional de Hidrocarburos

(INH) y Dirección General del Patrimonio del Estado (Grupo Patrimonio, GP).

Sin duda, el *holding* INI es el más significativo e importante de los grupos públicos en cuanto a empleo e inversiones. Igualmente, por su composición multisectorial y su conformación histórica, es el paradigma de la empresa pública española. Por ello, se analizan en detalle los datos comentados del conjunto de

CUADRO N.º 9 (Conclusión)

LA EMPRESA PUBLICA. ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO POR TAMAÑO

	TAMAÑO VII		TAMAÑO VIII		TAMAÑO IX	
	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública
ESTRUCTURA FINANCIERA						
Activo inmovilizado neto	0,642	0,589	0,712	0,749	0,560	0,895
Activo total neto						
Recursos ajenos totales ctes. expl.	0,88	3,8	0,82	1,49	1,46	1,32
Patrimonio neto						
Recursos ajenos a corto	0,39	0,22	0,39	0,28	0,15	0,175
Recursos ajenos totales						
Autofinanciación	0,552	-0,54	0,607	0,394	0,76	1,1
Necesidades financieras						
RENTABILIDAD Y COSTE FINANCIERO						
Beneficios + Gastos financieros	0,122	-0,063	0,095	0,035	0,09	0,087
Activo total neto medio						
Beneficio	0,057	-0,21	0,024	-0,051	0,036	0,037
Producción						
Beneficio + Gastos financieros	0,10	-0,08	0,07	0,047	0,142	0,139
Producción						
Gastos financieros	0,043	0,13	0,046	0,098	0,106	0,10
Producción						
Rotación	1,22	0,775	1,35	0,752	0,64	0,62
Resultado neto	0,13	-0,79	0,06	-0,095	0,056	0,054
Patrimonio neto						
Resultado neto después de impuestos	0,099	-0,797	0,034	-0,11	0,042	0,034
Patrimonio neto						
Gastos financieros	0,112	0,128	0,138	0,122	0,115	0,112
Recursos ajenos con coste explícito						
LIQUIDEZ-RIESGO						
Gastos de financieros	0,517	-0,99	0,62	1,84	1,09	0,716
Capacidad de autofinanciación						
Capacidad de autofinanciación	0,217	-0,128	0,22	0,066	0,105	0,156
Recursos ajenos						

CUADRO N.º 10

GRUPO INI

Ratios de la estructura financiera (%)					
	1983	1984	1985	1986	1987
Activo inmovilizado neto	92,2	92,8	106,5	90,6	92,3
Activo total neto					
Existencias	26,1	22,4	21,5	15,3	13,8
Activo total neto					
Clientes y otros deudores	26,3	29,5	30,9	24,1	25,8
Activo total neto					
Recursos ajenos totales con coste	356,4	390,7	261,8	219,2	185,3
Patrimonio neto					
Reservas (sin regularizar)	19,2	2,5	2,3	10,3	22,6
Capital social					
Recursos ajenos a corto con coste	16,9	18,2	29,9	14,7	19,9
Recursos ajenos totales con coste					
Autofinanciación	-14,5	-0,2	2,8	7,1	21,6
Necesidades financieras					
Ratios de rentabilidad-costes financieros (%)					
	1983	1984	1985	1986	1987
Beneficio + Gastos financieros	-0,2	1,9	2,0	2,6	5,30
Activo total neto					
Beneficios	-14,5	-11,5	-9,6	-8,2	-2,8
Ventas					
Beneficios + Gastos financieros	-0,3	2,7	2,5	4,5	8,7
Ventas					
Gastos financieros	14,2	14,2	12,2	12,7	11,5
Ventas					
Autofinanciación	-5,2	-0,1	2,2	4,5	10,2
Ventas					
Ventas					
Activo neto total	68,6	69,6	79,2	57,7	60,9
Gastos financieros (+ activados)	13,9	14,8	14,6	12,7	14,2
Recursos ajenos con coste					
Resultado neto	-40,5	-34,5	-23,9	-15,0	-4,8
Patrimonio neto					
Ratios liquidez-riesgo (%)					
	1983	1984	1985	1986	1987
Gastos financieros	-5.190,4	523,2	480,3	281,8	131,6
Beneficios + Gastos financieros					
Gastos financieros	-273,1	-1.056,7	564,8	281,4	112,2
Autofinanciación					
Deudas a corto	311,7	232,9	-343,9	226,1	379,2
Activo circulante neto					
Autofinanciación	-24,2	-0,3	6,8	25,6	47,7
Deudas a corto					
Autofinanciación	-2,7	0	1,3	2,5	6,1
Recursos ajenos totales					
Devolución deudas año	7,2	10,9	23,4	21,2	15,5
Recursos ajenos totales					

Detalle de las definiciones empleadas en este cuadro:

Activo total neto = Activo total — Pasivo circulante = Financiación permanente.

Ventas = Total ingresos explotación — Trabajos para inmovilizado.

Recursos ajenos totales con costes explícitos = Financiación INI + Recursos bancarios.

Reservas (sin regularizar) = Financiación propia — Capital social.

Necesidades financieras = Total origen y aplicación de fondos.

Beneficio = Resultado neto antes de impuestos.

Activo total neto medio = Activo total neto.

Devolución deudas año = Reembolso de créditos.

Deudas a corto = Recursos ajenos a corto con costes (créditos a corto plazo mercados nacional y exterior).

Recursos ajenos medios con coste = Recursos ajenos totales con costes.

Fuente: INI.

las empresas públicas del INI (véase cuadro n.º 10).

La estructura de inversión del período 1983-1987 de las empresas del INI, con una fuerte inmovilización, recoge una significativa mejora en la gestión del circulante; en concreto, en las existencias. La estructura de capital presenta una disminución del endeudamiento, que ha pasado de ser el 356 por 100 de los fondos propios al 185 por 100. La participación de las reservas en los fondos propios se recupera, al situarse en el 22,6 por 100 del capital social en 1987; igualmente, en los dos últimos años las tasas de autofinanciación son positivas y crecientes. En síntesis, la estructura de capital está recogiendo la fuerte capitalización llevada a cabo en las empresas del Grupo.

La rentabilidad económica ha sido -0,2 por 100 en 1983, 2,6 por 100 en 1986 y 5,3 por 100 en 1987. Este es, sin duda, el dato más significativo y esperanzador de la evolución de la empresa pública. Esta mejora es debida básicamente al aumento del margen económico —beneficios más gastos financieros/ventas— (-0,3 por 100 en 1983 y 8,7 por 100 en 1987), dado que la rotación sigue con valores estables, alrededor del 60 por 100, valores que han sufrido una leve caída en los últimos años. El incremento del margen beneficio/ventas ha sido posible por la disminución en tres puntos, respecto a 1983, del peso de los gastos financieros sobre ventas (11,5 por 100 en 1987), debido no tanto a la disminución del coste del capital ajeno como al menor volumen de endeudamiento.

La evolución favorable de la rentabilidad económica ha facilitado la disminución de la renta-

bilidad negativa de los fondos propios, dado que el coste de la deuda, salvo una disminución en el año 1986, se mantiene con un valor medio del 14 por 100. El otro factor explicativo del aumento de la rentabilidad de los fondos propios es la disminución del nivel de endeudamiento y, por lo tanto, del efecto apalancamiento reductor. La rentabilidad de los fondos propios, que era de -40,5 por 100 en 1983, es en 1987 del -4,8 por 100.

El mayor nivel de solvencia de las empresas del INI es consecuencia de su capitalización y de su mejora en margen y rentabilidad. Ello se recoge en los indicadores que relacionan la tasa de autofinanciación con las ventas y con las deudas a corto, los cuales presentan incrementos continuados en el período, de forma que en 1987 la tasa de autofinanciación representa el 47,7 por 100 de las deudas a corto. No obstante, todavía los gastos financieros siguen siendo superiores a la suma de gastos financieros más beneficios.

Debido a las pérdidas de la empresa, igualmente la autofinanciación es tan sólo del 6,1 por 100 de los recursos ajenos; por lo que, ante una deuda con un período medio de vida de seis años (como refleja el índice devolución deudas/recursos ajenos totales), las empresas del INI no tienen capacidad de devolución de las deudas dentro del plazo acordado; por ello es preciso considerar la renovación y el alargamiento de los plazos (8).

VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El análisis de la estructura económico-financiera de la em-

presa pública evidencia, desde el lado del activo, un fuerte peso del inmovilizado, debido a la concentración de su actividad en sectores de elevada inversión en activos fijos; una mejora en la gestión de las existencias, y una eficaz gestión de la cartera de clientes, cuya participación en el activo llega a ser la mitad de lo que dicha partida representa en el balance de la empresa privada. Atendiendo a la estructura de los recursos financieros, o pasivo, los datos ponen de manifiesto el cambio operado en su composición durante los últimos años por la empresa pública: 1.º disminuye el endeudamiento, medido por el *ratio* capitales ajenos/capitales propios, que pasa de 1,5 en 1983 a 1,2 en 1986; lo que supone, caso de no considerarse los aumentos en los fondos propios derivados de la actualización de balances, que la empresa pública está menos endeudada que la privada, y 2.º reduce el peso de los recursos a corto en el total de la financiación ajena, que, además, también suponen una mayor cifra respecto de los que ofrece en tal concepto la empresa privada. Detrás de este esfuerzo de recomposición de la estructura financiera de la empresa pública están tanto el esfuerzo de las administraciones públicas (ampliaciones y subvenciones en capital han llegado a representar en 1986 casi el 55 por 100 del total de los empleos de recursos) como la mejora en la generación de recursos por las propias empresas públicas, cuya tasa se ha elevado desde apenas el 21 por 100 en 1984 al 52 por 100 en 1986.

Esta empresa pública más capitalizada ofrece, no obstante, una rentabilidad económica, 6,3 por 100 durante los últimos años, que está por debajo de la obtenida por la empresa privada, la

cual es superior al 10 por 100 en igual período. Las causas de tal disparidad se encuentran, básicamente, en la diferente rotación entre unas y otras empresas (0,55 en las públicas y 0,94 en las privadas); habida cuenta de que el otro factor explicativo, el margen económico, es sensiblemente parejo en ambas, con cifras del 11,7 por 100 en las públicas y del 10,9 por 100 en las privadas, en 1986.

Por lo que concierne a la rentabilidad sobre las ventas, la diferencia es igualmente sustancial, ya que la empresa pública ofrece una cifra de beneficio neto sobre ventas $-0,26$ por 100 (detrás de la cual, no obstante, hay una continuada mejora durante el período estudiado), frente al 3,94 por 100 de la privada. Aquí las diferencias se encuentran en el dispar comportamiento de los gastos financieros (sin considerar activaciones) respecto de las ventas: 11,37 por 100 en las públicas y 6,71 por 100 en las privadas. Estos gastos financieros han disminuido en el período considerado, pero más por la disminución del endeudamiento que por la disminución del coste medio de las deudas (12,1 por 100 en 1983 y 11,4 por 100 en 1986).

La rentabilidad financiera, o de los fondos propios, viene condicionada por la rentabilidad económica, el coste de la deuda y el endeudamiento de la empresa o efecto-palanca. Ante un coste medio de las deudas superior a la rentabilidad económica, como es el caso analizado, el efecto del apalancamiento ha sido reductor respecto de la rentabilidad de los fondos propios. Esta, pese a todo, ha mejorado, pues ha pasado desde el $-4,6$ al $-0,30$ por 100 en 1986, más por efecto de la reducción ya apuntada del endeudamiento que por una mayor

rentabilidad económica o por un menor coste medio de las deudas.

Conviene recordar, al hilo de estos datos, y una vez más, que los problemas de la empresa pública no provienen tan sólo del endeudamiento o de los gastos financieros, sino, sobre todo, de su escasa rentabilidad económica, motivada por la reducida rotación de sus activos. La atención debe centrarse, por tanto, en la mejora de dicha rentabilidad económica, pues conseguir mejores resultados por medio de la mayor capitalización y la reducción de los gastos financieros no significa que se estén abordando los cambios estratégicos necesarios para impulsar la eficiencia económica de las empresas públicas, que es su verdadera «asignatura pendiente». Por otra parte, insistir en la idea de que el problema fundamental es el de la recapitalización de las empresas públicas, y que es explicable por el deseo de evitar quiebras técnicas o de favorecer, siquiera sea aparentemente, los resultados, al minorar los recursos de remuneración explícita, y con ellos el coste de las deudas, supone consolidar la falacia de que los recursos propios tienen un coste cero, olvidando que los recursos públicos tienen siempre, directa o indirectamente, un coste implícito o coste de oportunidad. La ineficiencia económica, en definitiva, siempre tiene una penalización, y en el caso de las empresas públicas ésta recae, indefectiblemente, sobre la desvalorización de los capitales públicos.

Atendiendo al riesgo financiero, el estudio pone de manifiesto la mejora de la empresa pública, tanto en su capacidad para afrontar los gastos financieros como para amortizar

los principales de las deudas. No obstante, los gastos financieros continúan siendo semejantes a su capacidad de autofinanciación y, al mismo tiempo, la capacidad de generar recursos supone exigir un plazo medio de devolución de las deudas superior a los diez años para que su amortización no amenace la gestión y supervivencia de la empresa.

A este respecto, el crecimiento financieramente sostenible evidencia una situación desequilibrada en la empresa pública, pues, frente al aumento real del 2,49 por 100 en las ventas, se hubiera requerido una variación negativa del $-1,9$ por 100, en el supuesto de distribución nula de beneficios. A menos, claro está, que se hubieran modificado las relaciones básicas en las que dicho crecimiento se fundamenta, cuales son la rentabilidad económica, rotación y *ratio* de endeudamiento, que en la situación analizada conducen a un efecto palanca reductor, y que son las causas que están en el origen del desequilibrio. Lo cual no hace sino avalar, desde otra perspectiva, lo ya apuntado: debe continuarse con el ajuste de la empresa pública hasta lograr un efecto apalancamiento amplificador, antes de implementar planes de crecimiento y desarrollo para la misma.

El análisis de la dimensión como variable explicativa del comportamiento económico-financiero de la empresa pública se ha realizado dividiendo la muestra en nueve intervalos, atendiendo a la cifra de ventas, al objeto de detectar comportamientos diferenciales entre los mismos. Si se exceptúan la estructura del capital y los costes de las deudas, no parece existir una clara relación del resto de variables con el tamaño. No obstante, es de desta-

car la similitud de comportamiento entre empresas públicas y privadas en el segmento de grandes empresas; de lo que pudiera deducirse, habida cuenta de la asimilación empresa pública-gran empresa, la relación entre su realidad económico-financiera y la dimensión. Esta sugerente hipótesis, sin embargo, sólo se ofrece ahora como elemento de contraste a efectuar con datos referidos a un período más amplio que el estudiado.

Finalmente, y en ausencia de datos para realizar un estudio sectorial de la empresa pública, se han utilizado los correspondientes al *holding* que probablemente resulte más significativo, cual es el INI. Los comentarios anteriores le son aplicables en todo; aunque en él se evidencien de forma más clara los cambios en la estructura financiera detectados para el conjunto, con una fuerte caída en el endeudamiento, que se ha reducido a la mitad desde las cifras de 1983 (3,56) a las de 1987 (1,85). Su rentabilidad económica, por otra parte, y debido a la mejora en el margen sobre ventas (-0,3 por 100 en 1983, 8,74 por 100 en 1987), también se ha incrementado sensiblemente: -0,2 por 100 en 1983, frente al 5,3 por 100 en 1987. Ambas causas conducen a un efecto muy positivo sobre la rentabilidad de los fondos propios, que logra recuperarse desde el -40,5 por 100 de 1983 hasta el -4,8 por 100 de 1987. Es de esperar, en consecuencia, que, de persistir en esa línea de mejora, supere incluso el problema de solvencia o compatibilidad entre los recursos generados y la devolución de la deuda, y alcance un efecto apalancamiento amplificador.

NOTAS

(1) Alvaro Cuervo García y J. A. Maroto Acín, «Análisis económico-financiero comparativo entre grandes empresas industriales, públicas y privadas. Años 1979-1980 y 1980-1981», *Economía Industrial*, n.º 231, Madrid, 1983.

(2) Jaime Vergés y D. Prior Jiménez, «La empresa pública española: evolución, déficit y financiación». Documento de trabajo n.º 7. Departamento de Estudios. Caja de Pensiones para la Vejez y de Ahorros de Cataluña y Baleares. Barcelona, 1985.

(3) A. Novales, C. Sebastián, L. Servén y J. A. Trujillo, *La empresa pública industrial en España*, FEDEA (Fundación de Estudios de Economía Aplicada), Madrid, 1987. Parte III: «Aspectos financieros de la empresa pública».

(4) M.ª Jesús Yagüe, «Análisis económico-financiero de la empresa industrial española 1985-1986», *Economía Industrial*, julio-agosto 1987, págs. 73-84.

(5) J. M. Rodríguez Fernández y J. M. de la Fuente Sabaté, «Características económicas y financieras de la empresa pública española desde una perspectiva multivariante», *Economía Industrial*, julio-agosto 1987, págs. 137-143.

$$(6) \quad \text{Tasa de crecimiento sostenible ventas} = \frac{\text{margen} \times \text{tasa de reten. B.}^\circ \times \text{pasivo total/patrim. neto}}{\text{rotación}}$$

$$(7) \quad C = \frac{\Delta FP}{FP} = \frac{P \cdot B^\circ}{FP} = p \cdot ROE \text{ (neto después de impuesto)}$$

$$C = ROE \cdot P$$

$$C = ROI \cdot p + (ROI - i) \frac{D}{FP} \cdot P - \frac{\text{impuesto}}{FD} \cdot p$$

(8) No se realiza la presentación y comentario de los datos del resto de los *holdings* y RENFE debido a la falta de homogeneidad de la información, la cual podría distorsionar las comparaciones y, en algunos casos, el análisis temporal del propio *holding*.