EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD Y DE SUS FACTORES EXPLICATIVOS (1982-1987)

El presente artículo de **Juan Antonio Maroto Acín** trata de un tema básico, que también ha sido objeto de estudio en otros artículos incluidos en este número. Su análisis utiliza como fuente los datos de la Central de Balances del Banco de España, y abarca el período 1982-1987, aunque el autor subraya los problemas metodológicos que implica dicha fuente. Los resultados y conclusiones, apoyados en el cálculo de diversos *ratios*, permiten clasificar y matizar la mejora que ha experimentado la rentabilidad de las empresas españolas en los últimos ejercicios para los que existe información.

I. INTRODUCCION

XISTE en la actualidad una creencia, compartida por los analistas de la realidad económico-financiera empresarial española, acerca de la recuperación de los niveles de actividad y del excedente neto. Coincidencia que también se produce cuando se tratan de sintetizar las etapas por las que han pasado las empresas en nuestro país durante los últimos años.

No obstante, las bases de partida y la metodología desde las que se sustentan tales opiniones son esencialmente dispares y adolecen de la relatividad implícita a cualquier análisis económicofinanciero empresarial; por lo que la pretensión de este trabajo es la de aportar nuevos argumentos que avalen esa tesis de la recuperación del excedente por las empresas privadas españolas. pero sobre una base de datos homogénea y que se refiera a la serie temporal más amplia posible, y mediante la propuesta de

un cuadro de diagnóstico económico-financiero integrado, en el que se pueda verificar la evolución del excedente neto, pero también la de los diferentes indicadores de resultados que le anteceden y la de sus cifras relativas, o de rentabilidad, que se originan al poner en relación los excedentes con las magnitudes patrimoniales activas y pasivas que, en último término, los justifican y explican.

Un somero repaso de la trayectoria seguida por las empresas privadas españolas (las públicas han ofrecido pautas específicas, en las que ahora no podemos entrar) durante los últimos diez años evidencia dos retos históricos que han marcado sendos puntos de inflexión en su actividad y resultados:

- La definición del marco constitucional de una economía social de mercado, en 1978.
- La ampliación del marco competitivo, con la entrada de Es-

paña en la Comunidad Económica Europea, en 1986.

En 1978, las empresas privadas españolas, ya lastradas por la crisis económica generalizada que se inicia en 1973, llegan al último punto de avance que les permitía la inercia del crecimiento de los años sesenta, basado en mercados interiores protegidos, tecnologías intermedias, frecuentemente importadas, y bajos costes laborales, que eran la contrapartida implícita a la creación de nuevos puestos de trabajo. Entre 1974 y 1977, en efecto, la caída en la rentabilidad económica todavía se confronta con un coste nominal de las deudas inferior. aunque en aumento, y permite ofrecer una rentabilidad financiera (excedente neto respecto de capitales propios) más que proporcional a aquélla.

En 1978, sin embargo, la inercia del empuje se acaba y aparece el apalancamiento financiero reductor, que condiciona una rentabilidad financiera positiva, pero inferior a la rentabilidad económica, ante la imposibilidad de cubrir con ésta el coste nominal de las deudas; y que es un efecto que, a tenor de las últimas cifras de que disponemos, aún sigue subsistiendo en estos momentos.

Entre 1978 y 1985, con el nuevo marco socioeconómico constitucional, las empresas privadas españolas inician y realizan el proceso de ajuste pospuesto durante los años anteriores, y que entonces se hace inevitable, tanto por el empeoramiento en sus resultados como por la desaparición paulatina de la rigidez competitiva en el mercado interior y las perspectivas del Mercado Común Europeo como salida natural de la economía española. La reconversión y reestructuración debe

entonces producirse no sólo en el ámbito sectorial, abandonando actividades obsoletas desde una perspectiva internacional, sino también en el de la estructura patrimonial y de costes de cada empresa en particular. Se producen así actuaciones como la caída de la inversión, para adecuar capacidades instaladas y utilizadas, y, en lo posible, la reestructuración de las fuentes financieras para controlar el aumento en el coste de las deudas.

Los efectos beneficiosos de esas políticas, traumáticas en la mayor parte de los casos, empiezan a detectarse a partir de 1985. El saneamiento de la estructura económico-financiera de las empresas se traduce al fin en la recuperación de los diferentes indicadores de rentabilidad y, con ellos, en la realización de nuevas inversiones y en la generación de nuevos puestos de trabajo, sobre todo en las grandes empresas, que eran precisamente las que en mayor medida habían padecido el proceso de ajuste.

Estas pautas de comportamiento son las que pretendemos contrastar en los epígrafes que siguen, a partir de la información pública suministrada por la Central de Balances entre los años

1983 y 1988, y que se refiere a los ejercicios 1982 a 1987; con una metodología que consiste en caracterizar la empresa-tipo del agregado de empresas privadas en cada uno de tales ejercicios, sobre la que se aplica un cuadro de diagnóstico económico-financiero integrado, que no sólo ofrece las cifras y evolución de los diferentes conceptos de excedente v rentabilidad, sino también sus factores explicativos mediatos (estructura patrimonial y estructura de los costes) e inmediatos (apalancamiento y riesgo financiero), así como sus respectivas evoluciones a lo largo del período.

II. CARACTERIZACION DEL AGREGADO DE EMPRESAS PRIVADAS

La relatividad de cualquier diagnóstico económico-financiero sobre la actuación de las empresas privadas españolas se manifiesta, entre otros aspectos, en su dependencia de la base de datos que se tome como referencia. En efecto, una base de datos no es sino una muestra del colectivo de las empresas existentes; y la representatividad que ofrezca de éste dependerá de que su formación se haya hecho según un criterio estadístico o como mera agregación de datos de empresas individuales que voluntariamente se hayan integrado en la muestra.

En nuestro país, como es bien sabido, la base de datos fundamental e imprescindible para el análisis económico-financiero empresarial es la ofrecida por la Central de Balances del Banco de España desde su creación mediante acuerdo de su Consejo Ejecutivo de 14 de diciembre de 1983. Esta base, sin embargo, no tiene, ni lo pretende de momento. una representatividad estadística de las empresas españolas, puesto que se forma mediante la agregación de los datos contenidos en las respuestas voluntarias de las empresas a un cuestionario ad hoc que es remitido por la Central a las que se encuentran incluidas en un directorio, permanentemente depurado y actualizado, que se compone, en el momento presente, de 27.749 referencias.

Así pues, la representatividad del agregado de empresas españolas ofrecido por la Central de Balances es variable según sectores de actividad y dimensión

CUADRO N.º 1

COBERTURA DE LA CENTRAL DE BALANCES

ANALISIS ECONOMICO FINANCIERO (fechas de aparición)	Ejercicios incluidos	N.º de empresas consideradas	Nº de empresas en base de datos
1983	81-82	2.057	2.057
1984	82-83	3.075	3.276
1985	83-84	3.506	4.119
1986	84-85	4.161	5.119
Avance 1987	85-86	4.121 (16/12/87)	6.045 (*)
Avance 1988	86-87	4.254 (15/11/88)	4.254 (**)

- (*) Cierra a finales de 1988
- (**) Cierra a finales de 1989

de las empresas, al depender de la propia auto-selección que éstas realizan con su inclusión voluntaria en la muestra; aunque debe reconocerse la mejora paulatina lograda en la misma, derivada del número progresivamente creciente de empresas tabuladas por la Central. Atendiendo a las publicaciones de ésta aparecidas hasta el momento, pueden observarse, a ese respecto, las cifras que se recogen en el cuadro n.º 1.

Como puede apreciarse, la Central de Balances ha optado. desde 1987, por mantener la muestra de empresas abierta hasta finales del año siguiente, al objeto de poder incluir los datos de las que respondan al cuestionario con posterioridad a la fecha de publicación del correspondiente avance. Esta metodología, si bien es irreprochable desde el punto de vista de meiorar la representatividad, ofrece mayores dosis de relatividad para el analista externo. En efecto, dependiendo de cuáles sean esas empresas retrasadas y de su ponderación en el agregado, las conclusiones del diagnóstico pueden diferir según se basen en las cifras del avance o en las que se ofrezcan, va definitivas, un año más tarde (obsérvese, como ejemplo, que los ejercicios 1985-1986 se ofrecían en 1987 sobre un agregado de 4.121 empresas, que se incrementaba, un año más tarde, hasta más de 6.000).

Por otra parte, la Central proporciona también una «muestra común» de empresas, constituida, en el momento de cada publicación, por las que hayan ofrecido datos de forma continuada durante todos y cada uno de los cuatro ejercicios inmediatamente anteriores. Esta muestra también es abierta, con lo que adolece de la misma limitación ya apuntada para el agregado de cada año, y el diagnóstico que se base sobre ella también dependerá del momento en el que se formule. Pero, adicionalmente, ofrece otra dificultad, sobre todo si se analizan en forma comparativa empresas públicas y privadas:

Una empresa pública que, eventualmente, haya sido privatizada durante el período considerado y que ofrezca datos durante los cuatro años, aparecerá simultáneamente como pública y como privada en la muestra, según los años en que haya ofrecido uno u otro carácter. Teniendo en cuenta la dimensión grande que suele caracterizar a las empresas públicas y el peso mayoritario de las grandes empresas en el total muestral, es fácil comprender que el sesgo que puede incluir el diagnóstico que se fundamente en dicha muestra común no es irrelevante; y, además, es imposible de detectar y cuantificar, al no ofrecerse una relación nominal de las empresas consideradas en cada estudio por la Central de Balances.

Ante esas limitaciones, se ha optado en este trabajo por una solución imperfecta, pero operativa, que viene sugerida por el carácter de agregado que tiene la muestra de la Central. Ha consistido en tomar de cada publicación el agregado de empresas privadas (cuya composición en número es variable) del año más atrasado de la pareja de ejercicios incluidos, al suponerse en él una mayor permanencia en la cifra de empresas tratadas; con lo que se ha formado una base de datos referida al período temporal más amplio posible, que ha debido excluir el año 1981, por estimar la propia Central que dicho año ofrece una menor fiabilidad y coherencia, debido al proceso inicial de puesta en marcha de la base de datos.

En definitiva, nuestro estudio pretende detectar la evolución de las empresas privadas españolas entre los años 1982 y 1987, tomando como base la situación de su agregado en cada uno de ellos, sin excluir ningún sector, v caracterizándolo según la empresa-tipo o empresa-promedio. Con ello asumimos una representatividad y composición heterogéneas de la muestra a lo largo del tiempo, pero, en contrapartida, reflejamos con mayor fidelidad la situación característica del agregado en cada momento histórico, lo que resulta más coherente, en nuestra opinión, con la metodología implícita en la base de datos de la Central. de Balances.

A efectos de delimitar y caracterizar de forma aproximada la dimensión de las empresas incluidas, se ha elaborado el cuadro n.º 2, mediante el criterio parcial, pero generalmente admitido en los países de la Comunidad Europea, de estimar la dimensión empresarial según el número de trabajadores en plantilla. Se han considerado así empresas pequeñas las que disponen de hasta 49 trabajadores; medianas. entre 50 y 499, y grandes, las de 500 y más trabajadores en plantilla.

Con arreglo a este criterio, podemos apreciar que el agregado que nos sirve de base para el diagnóstico está representando básicamente a las grandes y medianas empresas privadas españolas, cuyo número respecto del total de empresas incluidas ha oscilado, a lo largo del período, entre el 45 y el 62 por 100, pero cuyas magnitudes básicas de personas empleadas, valor añadido ajustado obtenido y ventas reali-

CUADRO N.º 2

CARACTERIZACION DE LAS EMPRESAS PRIVADAS SEGUN SU DIMENSION ENTRE LOS AÑOS 1982 y 1987

	EMP	RESAS	PERS	ONAL	VALOR A AJUS		VENT	AS
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Mill. ptas.	Porcentaje	Mill. ptas.	Porcentaj
Agregado de empresas privadas en 1982 (Análisis 1984)	2.741	100,00	811.667	100,00	2.169.837	100,00	7.410.943	100,00
Hasta 49 trabajadores	1.060	38,66	23.593	2,89	89.006	4,09	490.582	6,61
De 50 a 499 trabajadores	1.395	50.88	242.485	29,86	591.860	27,26	2.091.876	28,21
De 500 y más trabajadores	286	10,46	545.589	67,25	1.488.971	68,65	4.828.485	65,18
Agregado de empresas privadas en								
1983 (Análisis 1985)	3.151	100,00	785.210	100,00	2.448.693	100,00	8.524.441	100,00
Hasta 49 trabajadores	1.422	45,12	31.073	3,94	95.534	3,81	558.006	6,53
De 50 a 499 trabajadores	1.461	46,35	244.053	31,07	711.086	29,03	2.482.200	29,11
De 500 y más trabajadores	268	8,53	510.084	64,99	1.642.073	67,16	5.484.235	64,36
Agregado de empresas privadas en	0.000	100.00	040.014	100.00	0.000 550	100.00	10 005 404	100.00
1984 (Análisis 1986)	3.822	100,00	842.014	100,00	2.896.553	100,00	10.235.484	100,0
Hasta 49 trabajadores	1.847	48,31	37.449	4,43	119.421	4,10	677.413	6.6
De 50 a 499 trabajadores	1.700	44,47	273.493	32,46	867.210	29,93	3.319.200	32,4
De 500 y más trabajadores	275	7,22	531.072	63,11	1.909.922	65,97	6.238.871	60,98
Agregado de empresas privadas en								
1985 (Análisis 1987)	3.838	100,00	780.314	100,00	3.113.026	100,00	10.944.865	100,0
Hasta 49 trabajadores	2.009	52,33	39.551	5,05	139.436	4,46	782.615	7,1
De 50 a 499 trabajadores	1.570	40,89	253.807	32,52	908.978	29,19	3.322.622	30,3
De 500 y más trabajadores	259	6,78	486.956	62,43	2.064.612	66,35	6.839.628	62,5
Agregado de empresas privadas en	0.0.0	400.00	770 004	100.00	0.007.440	100.00	10 740 000	100.0
1986 (Análisis 1988)	3.942	100,00	772.391	100,00	3.267.119	100,00	10.740.908	100,0
Hasta 49 trabajadores	2.179	55,26	44.105	5,70	162.913	4,96	816.962	7,5
De 50 a 499 trabajadores	1.528	38,74	232.859	30,13	906.443	27,73	3.125.699	29,0
De 500 y más trabajadores	235	6,00	495.427	64,17	2.197.763	67,31	6.798.247	63,3
Agregado de empresas privadas en			mo r	100.00	0.000 100	100.00	10.000.517	100.0
1987 (Análisis 1988)	3.957	100,00	782.633	100,00	3.662.493	100.00	12.032.547	100,0
Hasta 49 trabajadores	2.147	54,25	44.173	5,82	177.357	4,83	875.508	7,2
De 50 a 499 trabajadores	1.569	39,64	237.681	30,35	998.371	27,24	3.525.444	29,2
De 500 y más trabajadores	241	6,11	500.779	64,03	2.486.765	67,93	7.631.595	63,4

Fuente Elaboración propia, a partir de los Análisis Económico-Financieros de la Central de Balances del Banco de España, de 1984 a 1985

zadas han justificado entre el 82 y el 97 por 100 de los totales del agregado.

Es interesante destacar el aumento del número de empresas pequeñas en los agregados de cada año, pero también la menor dimensión que, en promedio, las caracteriza; con lo que su ponderación en las cifras básicas se ha incrementado menos que proporcionalmente respecto de dicho aumento numérico. Las pequeñas empresas, que en 1982 representaban a una empresatipo que empleaba a 22 personas, generaba un valor añadido ajustado de 84 millones de pesetas y vendía por importe de 463 millones, representan en el último año tratado, 1987, a entidades promedio que emplean a 21 personas y ofrecen unas cifras de valor añadido y ventas de 83 y 408 millones de pesetas, respectivamente.

La empresa promedio mediana sólo tiene en común con la pequeña la reducción del número de trabajadores, que ha disminuido en este caso en 22 personas entre 1982 y 1987. En tanto que sus cifras nominales de valor añadido y ventas se han incrementado en un porcentaje aproximado del 50 por 100 para ambos casos; lo que ha hecho aumentar ligeramente su peso en el agregado, pese a la disminución que, en términos relativos, ofrece su número.

La empresa grande promedio, por su parte, ha consolidado su mayor peso en el agregado, al incrementarse entre 1982 y 1987 todas sus magnitudes básicas nominales:

- Emplea a 180 personas más.
- Genera un valor añadido ajustado que es superior en un 98 por 100 al del año inicial.
- Y vende un 87 por 100 más de lo que vendía en 1982.

Con lo que estas empresas, que en número representan el 6 por 100 del agregado, son responsables de aproximadamente un 65 por 100 de las magnitudes básicas de éste.

III. ESTRUCTURA PATRIMONIAL

Es evidente la relación que existe entre los estados de situación patrimonial, expresivos de las cifras de capital económico y financiero aplicadas a la actividad empresarial, y los de flujos, ya sean económicos o financieros, resultantes de la misma, por lo que se ha recogido en el cuadro número 3 la evolución del estado de equilibrio financiero de la empresa privada promedio del agre-

gado entre 1982 y 1987, en cifras absolutas y porcentajes, a efectos de caracterizar la estructura económico-financiera con la que se han obtenido los resultados.

De la observación de dicho cuadro, y en particular de los componentes del capital económico. se deducen pautas de comportamiento que avalan un cambio de tendencia en las empresas del agregado a partir de 1985. Hasta ese momento, en efecto, y con una cifra estable de amortizaciones, el inmovilizado material disminuye, como resultado de una atonía inversora que se derivaba de una demanda estable o en recesión, según los sectores, en tanto que el activo circulante neto de la explotación se estabilizaba, y en el de fuera de la explotación crecía la cifra de deudores hasta una cifra anormalmente elevada de casi el 10 por 100 del activo neto. A partir de 1985, por el contrario, la mejora de las expectativas induce un incremento de las inversiones, que lleva al inmovilizado material hasta una cifra superior a la del propio activo neto; amortizaciones y provisiones también aumentan, tanto por el incremento en los activos amortizables como, probablemente, por la mejora que luego veremos en la cuenta de resultados, que permitía una dotación más acorde con la depreciación y menos supeditada a la cifra de beneficio neto a ofrecer a los accionistas; las partidas de clientes y proveedores crecen, evidenciando la mayor apelación al crédito comercial que está implícita en el incremento en el volumen de operaciones, y se reduce, paulatinamente, la cifra de deudores por operaciones ajenas a la explotación.

Por lo que se refiere a los componentes del capital financiero, también hasta 1985 se detecta

una tendencia estable en las magnitudes de la financiación permanente (alrededor del 85 por 100) y de la financiación a corto plazo con coste explícito (el correspondiente 15 por 100); si bien con una caída, por lo que se refiere al primero de ellos, del patrimonio neto, por la escasa acumulación de reservas, y la atenuación del efecto de las actualizaciones y revalorizaciones, y un correlativo aumento de los recursos ajenos a medio y largo plazo, perjudicándose la relación de endeudamiento. Desde 1985, igualmente, la tendencia cambia, y la acumulación progresivamente creciente de reservas y las ampliaciones de capital permiten incrementar la cifra de patrimonio neto, reducir el peso de la financiación ajena a corto, y mantener la correspondiente al medio y largo, si bien en este caso sustituyendo los préstamos de entidades de crédito y otros por un mayor volumen de obligaciones y valores de renta fija.

IV. RESULTADOS

Los estados de resultados de la empresa privada promedio de cada agregado anual se recogen en el cuadro n.º 4, y sintetizan tanto el cambio de tendencia —que se produce, como hemos indicado, a partir de 1985—, como los diferentes escalones del excedente empresarial, que explican la incidencia en éste de las principales partidas del coste.

El valor añadido ajustado refleja, esencialmente, la diferencia entre la producción o venta de mercancías más las eventuales subvenciones y las compras netas, habida cuenta de la permanencia de los restantes conceptos explicativos (variación de

CUADRO N.º 3

ESTADOS DE EQUILIBRIO FINANCIERO DE LA EMPRESA PRIVADA PROMEDIO DEL AGREGADO DE CADA EJERCICIO

(Millones de pesetas y porcentajes)

	1982	%	1983	%	1984	%	1985	%	1986	%	1987	%
ACTIVO INMOVILIZADO NETO	2.141	76,18	2.512	78,76	2.303	77,55	2.261	73,62	2.209	77,80	2.311	78,73
Inmovilizado material	2.754	97,99	3.163	99,16	2.898	97,57	2.862	93,11	2.874	101,14	3.024	103,00
Inmovilizado inmaterial	16	0,57	12	0,38	12	0,40	16	0,54	12	0,43	14	0,47
Inmovilizado financiero	148	5,26	217	6,80	226	7,62	265	8,64	261	9,19	308	10,49
Gastos amortizables	72	2,56	65	2,05	63	2,13	61	1,99	66	2,35	75	2,57
Amortizaciones y provisiones	-849	-30,21	-945	-29,64	89 6	-30,18	-943	-30,67	-1.004	-35,32	-1.110	-37,81
ACTIVO CIRCULANTE NETO	669	23,81	674	21,23	662	22,44	809	26,37	629	22,19	621	21,26
De la explotación	746	26,56	724	22,69	684	23,02	704	22,92	627	22,07	645	21,99
Existencias	466	16,59	434	13,62	407	13,72	414	13,48	372	13,10	403	13,74
Clientes	656	23,36	667	20,92	633	21,31	673	21,90	647	22,78	680	23,17
Proveedores	-376	-13,39	-377	-11,84	-356	-12,00	-383	-12,46	-392	-13,81	-438	-14,92
De fuera de la explotación	-226	-8,07	-185	-5,70	-154	-5,05	-28	-0,87	-128	-4,46	-167	-5,60
Otros deudores	105	3,74	126	3,95	146	4,93	294	9,57	198	6,98	224	7,65
Otros acredores	-293	-10,43	-286	-8,99	-268	-9,03	-292	-9,50	-305	-10,75	-358	-12,21
Ajustes periód. y otros	-38	-1,39	-25	-0,67	-32	-0,94	-30	-0,94	-21	-0,70	-33	-1,04
Tesoreria	149	5,32	135	4,24	132	4,47	133	4,32	130	4,58	143	4,87
Caja y ent. cdto. deudoras	149	5,32	135	4,24	132	4,47	133	4,32	130	4,58	143	4,87
ACTIVO NETO	2.810	100	3.186	100	2.965	100	3.070	100	2.838	100	2.932	100
FINANCIACION PERMANENTE	2.385	84,86	2.702	84,78	2.495	84,12	2.608	84,92	2.491	87,73	2.582	88,05
Patrimonio neto	1.373	48,85	1.619	50,75	1.432	48,26	1.438	46,83	1.377	48,50	1.505	51,32
Capital	547	19,47	537	16,83	532	17,92	543	17,68	591	20,81	664	22,64
Cta. act. y revalorizac.	576	20,49	815	25,55	641	21,60	490	15,94	379	13,34	251	8,57
Reservas y otros	250	8,89	267	8,37	259	8,74	405	13,20	407	14,34	590	20,10
Recursos ajenos a medio y largo	1.012	36,00	1.083	34,02	1.063	35,85	1.170	38,08	1.114	39,23	1.077	36,72
Obligaciones y val. renta fija	237	8,43	237	7,45	258	8,71	305	9,92	351	12,36	327	11,15
Ptmos. entidades de cdto.	646	22,97	730	22,90	692	23,32	693	22,55	627	22,07	642	21,87
Ptmos. de otros	129	4,59	116	3,66	113	3,82	172	5,60	136	4,78	108	3,69
FINANCIACION A CORTO CON COSTE.	425	15,13	484	15,21	470	15,87	462	15,07	347	12,26	350	11,94
Ptamos, entidad cdto.	261	9.29	282	8.85	266	8,98	271	8,82	200	7,05	197	6,72
Efectos comerc. descont.	164	5.83	194	6.08	173	5.83	158	5,17	125	4,41	132	4,50
Prest. de otros	_	_	8	0,27	31	1,06	33	1,08	22	0,79	21	0,71
PASIVO REMUNERADO	2.810	100	3.186	100	2.965	100	3.070	100	2.838	100	2.932	100
N.º de empresas del agregado de cada				**************************************		20		Alleged				
ejercicio	2.7	41	3.1	151	3.8	322	3.8	338	3.9)42	3.9	957
Análisis del que se toman los datos	19	84	19	985	19	186	19	187	19	88	19	88

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Economico-Financieros de la Central de Balances del Banco de España, de 1984 a 1988

existencias de primeras materias y mercaderías; trabajos, suministros y servicios exteriores; y tributos). Teniendo presente que estas partidas son las principalmente afectadas por la entrada en vigor del IVA en 1986, en sustitución del ITE, las posibles ten-

dencias erráticas en las mismas no tienen una significación precisa, aun cuando resulte significativo que el valor añadido ajustado se haya mantenido estable alrededor del 30 por 100 de la cifra de producción o venta de mercaderías más subvenciones.

El resultado económico bruto de la explotación recoge, respecto del valor añadido ajustado, la incidencia de los costes de personal. Y en este aspecto, y tras señalar la reducción de esa partida entre 1982 y 1987 en un punto porcentual, debe matizarse

CUADRO N.º 4

ESTADOS DE RESULTADOS DE LA EMPRESA PRIVADA PROMEDIO DEL AGREGADO DE CADA EJERCICIO

(Millones de pesetas y porcentajes)

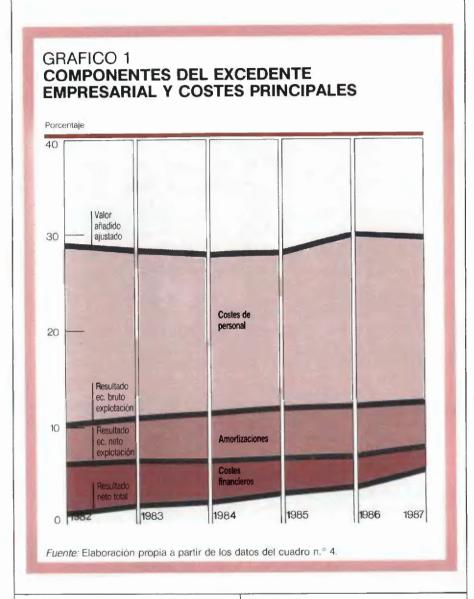
	1982	%	1983	%	1984	%	1985	%	1986	%	1987	%
Vtas. netas e ing. accs. explot	2.703	98,43	2.705	98,39	2.678	98,74	2.851	99,23	2.724	98,98	3.040	98,6
+ Variac. exist. pdtos. term	19	0,69	18	0,65	12	0,44	—1	-0,03	4	0,14	18	0,5
+ Trabajos para su inmov	18	0,65	20	0,72	17	0,62	18	0,62	16	0,58	14	0,4
+ Sub. a la explotación	6	0,21	6	0,21	5	0,18	5	0,17	8	0,29	11	0,3
= Prod. o vta. merc. y subv	2.746	100	2.749	100	2.712	100	2.873	100	2.752	100	3.083	100
Compras netas	1.586	57,75	1.653	60,13	1.603	59,10	1.695	58,99	1.516	55,08	1.711	55,4
+ Variac, exist, prim. mat, y merc	27	0,98	33	1,20	9	0,33	23	0,80	1	0,03	17	0,
Trabajos, suministros	386	14,05	343	12,47	349	12,86	376	13,08	397	14,42	452	14,6
— Tributos	11	0,40	10	0,36	12	0,44	15	0,52	13	0,47	13	0,4
= Valor añadido ajustado	7 9 0	28,76	776	28,22	757	27,91	810	28,19	827	30,05	924	29,
Gastos de personal	505	18,39	473	17,20	449	16,55	468	16,28	491	17,84	538	17,
Rtdo. ec. bruto explot	285	10,37	303	11,02	308	11,35	342	11,90	336	12,20	386	12,
- Dotación amortiz.	102	3,71	103	3,74	118	4,35	123	4,28	127	4,61	131	4,
Dot. neta prev. y prov.	15	0,54	17	0,61	15	0,55	14	0,48	17	0,61	18	0,
Rtdo. ec. neto explot	168	6,11	183	6'65	175	6,45	205	7,13	192	6,97	237	7,
Ingresos financieros	25	0,91	30	1,09	31	1,14	35	1,21	41	1,48	61	1,
Intereses act. y otras reval	58	2,11	73	2,65	72	2,65	54	1,87	38	1,38	36	1,
Gastos financieros	201	7,31	215	7,82	209	7,70	194	6,75	174	6,32	185	6,
 Dif. negat. valor, moneda extr 	10	0,36	10	0,36	8	0,29	5	0,17	5	0,18	5	0,
+ Rtdos. extraord. y cartera	-8	-0,29	0	0	0	0	4	0,13	22	0,79	25	0,
Beneficios diferidos	0	0	0	0	0	0	9	0,31	15	0,54	1	0,
Rtdo. neto total	32	1,16	61	2,21	61	2,24	90	3,13	99	3,59	168	5,
N.º de empresas del agregado de cada ejercicio	2.7	741	3.	151	3.8	322	3.8	338	3.9	942	3.9	957
Análisis del que se toman los da- tos	19	184	19	985	19	186	19	87	19	88	19	88

la existencia de dos subperíodos:

El primero, hasta 1985, en el que los costes de personal disminuyen de manera uniforme; y el segundo, a partir de dicho año, en el que de nuevo tienden a aumentar. Las causas son fácilmente explicables si nos retrotraemos a la caracterización del agregado que hicimos en un epígrafe anterior. Hasta 1985, y co-

mo consecuencia del ajuste de plantillas originado por la crisis económica, todas las empresas promedio (pequeñas, medianas y grandes) redujeron el empleo, y con ello el coste laboral; a partir de ese momento, sin embargo, mientras que la pequeña empresa se estabilizaba en el número de trabajadores en plantilla y la mediana continuaba disminuyéndolo, la grande lo aumentaba en más de 200 per-

sonas por empresa entre 1985 y 1987. Aparte del posible efecto de la mayor carga salarial por persona, el incremento de los costes totales del personal durante los dos últimos años analizados se justifica así por las mejores expectativas de mercado de las grandes empresas, su generación de puestos de trabajo y su elevada ponderación en el total de empresas del agregado. Pese, no obstante, a este último incre-



mento en los costes de personal, el resultado económico bruto ha mantenido una tendencia uniformemente creciente entre 1982 y 1987.

Descontando del resultado económico bruto las cargas de la amortización y del saneamiento del activo, pasamos al correspondiente resultado económico neto de la explotación. Las dos rupturas en la tendencia creciente de éste se deben así a las mayores cifras que presentan las amortizaciones en 1984 y 1986; si bien debe destacarse que la tendencia en el último año vuelve a ser de aumento, y que su cifra representativa supone mejorar en más de 1,5 puntos porcentuales la relativa a 1982, con lo que ello supone de recuperación en la funcionalidad de los activos.

El cómputo de los gastos e ingresos financieros, y de los intereses activados y otras revalorizaciones, además de otras partidas de menor ponderación, justifica el resultado neto total alcanzado por las empresas privadas del agregado. Y en este punto, la tendencia uniformemente creciente se debe, básicamente, a la disminución de las cargas financieras, que se logra entre 1983 y 1987, de casi dos puntos porcentuales respecto de la cifra de producción o ventas más subvenciones. La consecuencia final es que las empresas privadas que se analizan pasaron del 1.16 por 100 de resultado neto total respecto de aquélla cifra, en 1982, al 5,44 por 100 en 1987, con una evidente recuperación del excedente distribuible antes de impuestos que avala lo va apuntado acerca de sus políticas inversoras, de generación de empleo en las grandes empresas y de reestructuración de sus capitales financieros.

Como síntesis de las tendencias apuntadas en los diversos componentes del excedente empresarial, se ha elaborado el gráfico 1, en el que la diferencia de ordenada entre unas y otras líneas muestra, asimismo, el peso de los diversos componentes del coste: personal; amortizaciones y saneamiento, y financiero, respectivamente.

V. RECURSOS GENERADOS Y AUTOFINANCIACION

El concepto de recursos generados se presenta de forma usual, aunque inapropiada, bajo la denominación de cash-flow (que debería reservarse, en puridad, para los flujos de liquidez o de tesorería) para ofrecer una carga explicativa de los resultados empresariales mayor que la del beneficio. Ello es así porque, iunto a la cifra del resultado neto total, añade las relativas a dotaciones por amortización y saneamiento en general, con lo que sirve de indicador no sólo de la eficiencia empresarial, sino tam-

CUADRO N.º 5

RECURSOS GENERADOS Y AUTOFINANCIACION DE LA EMPRESA PRIVADA. PROMEDIO DEL AGREGADO DE CADA EJERCICIO

	19	182	19	983	19	984	19	85	19	186	19	87
	Mill. ptas.	%										
RESULTADO NETO TOTAL	32	20,6	61	33,3	61	30,6	90	37,5	99	39,8	168	55,6
+ Dotación amortizaciones + Dot. prev. y prov. explot. e insol-	102	65,8	103	56,3	118	59,3	123	51,2	127	51,0	131	43,4
vencias + Dot. prev. inmov. y extraordina- rias (incluye beneficios diferidos	15	9,7	17	9,3	15	7,5	14	5,8	17	6,8	18	6,0
y otros)	6	3,9	2	1,1	5	2,5	13	5,4	6	2,4	—15	-5,0
= RECURSOS GENERADOS	155	100	183	100	199	100	240	100	249	100	302	100
- Impuesto de beneficios (*)	17	11,0	16	8,7	19	9,5	23	9,6	30	12,0	39	12,9
= CAPACIDAD DE AUTOFINAN- CIACION	138	89,0	167	91,2	180	90,4	217	90,4	219	87,9	263	87,1
Distribución dividendos y otros (*)	44	28,4	4 2	22,9	44	22,1	46	19,2	54	21,7	69	22,9
= AUTOFINANCIACION (*)	94	60,6	125	68,3	136	68,3	171	71,2	165	66,3	194	64,2

(*) Partidas calculadas a partir de la cifra de rentas generadas

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Económico-Financieros de la Central de Balances del Banco de España, de 1984 a 1988.

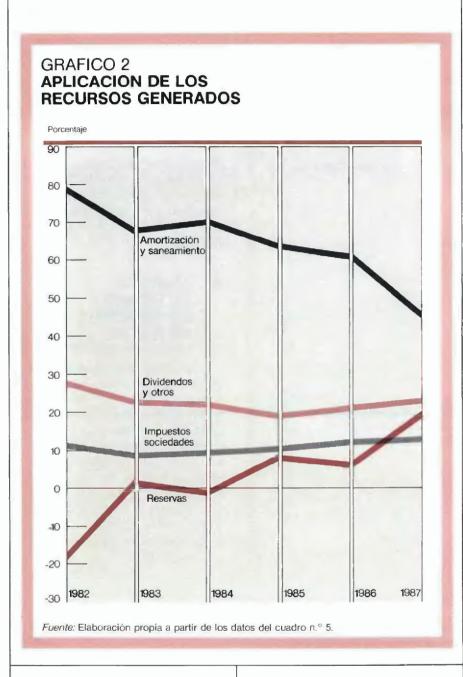
bién de las asignaciones realizadas para su mantenimiento en el futuro.

En el cuadro n.º 5 se ha calculado la evolución de los recursos generados a partir de la suma de las partidas antes mencionadas, para la empresa promedio del agregado de cada año, en millones de pesetas y porcentajes; lo que permite apreciar dos aspectos relevantes e igualmente favorables: las empresas privadas han logrado incrementar la cifra nominal de recursos generados en un 95 por 100 entre 1982 y 1987, y cambiar en dicha cifra la ponderación entre resultado neto total y amortizaciones. Sobre este particular, debe destacarse que, a pesar del aumento de las amortizaciones en cifras nominales v absolutas de año en año, su incidencia ha ido decreciendo en el total de los recursos generados gracias a la recuperación del beneficio neto, sobre todo a partir del punto de inflexión ya comentado de 1985. En 1987, esta tendencia incremental del beneficio lleva a que su peso sobrepase, por primera vez a lo largo del período, a la suma de dotaciones por amortización y saneamiento.

En el mencionado cuadro también se ofrecen las aplicaciones de los recursos generados: impuesto sobre sociedades, dividendos y otros conceptos asimilables, y autofinanciación, que obviamente debe entenderse en términos brutos, esto es, como una suma de la autofinanciación de mantenimiento de la funcionalidad del capital económico (las ya citadas amortizaciones, previsiones y provisiones) y de

la autofinanciación neta o reservas. El análisis de estas aplicaciones, que han debido calcularse de forma indirecta debido a la metodología de agregados que se emplea en el trabajo, evidencia la caída de dividendos y reservas (autofinanciación menos dotaciones por amortización, previsiones y provisiones) hasta 1985, así como su recuperación desde ese momento hasta el final del período tratado.

Para ilustrar las tendencias que se han verificado en la aplicación de los recursos generados, se ha elaborado el gráfico 2, en el que debe destacarse cómo la recuperación del excedente neto de las empresas en 1985 permite disminuir el peso de amortizaciones y saneamiento, pese a sus mayores cifras nominales; incrementar los pagos del impuesto de



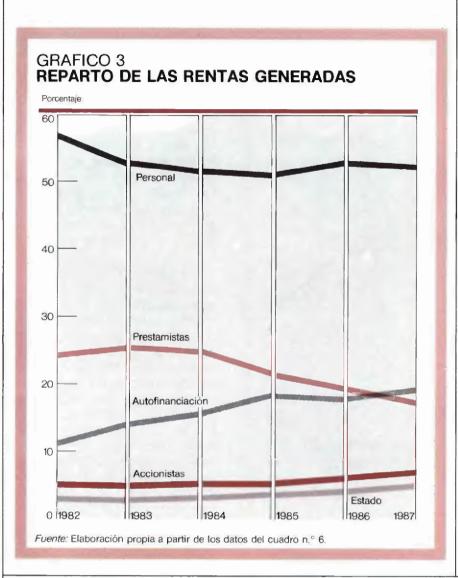
sociedades y de dividendos, y acumular reservas, frente a la situación de 1982 y 1984 en que se acumularon de forma negativa, representando una descapitalización neta de las empresas en dichos años.

VI. RENTAS GENERADAS

El concepto de rentas generadas se forma sumando al valor añadido las partidas de ingresos y costes extraordinarios y/o atípicos, para determinar el montante disponible con el que retribuir a los diversos grupos sociales que concurren en la actividad empresarial: personal (sueldos, salarios y cargas sociales); Estado y otros entes públicos (tributos e impuesto de sociedades); prestamistas (cargas financieras y diferencias de valoración en moneda extranjera); accionistas (dividendos y otros conceptos asimilables); y la propia empresa, a título de autofinanciación bruta (amortizaciones, saneamiento de activos y reservas). Tal reparto, en porcentajes del total de rentas generadas en cada año, es el que se ofrece en el cuadro n.º 6 y en el gráfico 3.

Pueden advertirse así las pautas de comportamiento del agregado de empresas privadas en relación con los grupos sociales perceptores de rentas: el personal ve decrecer su participación mavoritaria hasta 1985, participación que de nuevo aumenta durante los dos últimos años, debido a la creación de puestos de trabajo por las grandes empresas; los prestamistas disminuyen su participación desde 1983, y pierden casi siete puntos porcentuales entre 1982 y 1987; las propias empresas son destinatarias de rentas crecientes, a título de autofinanciación bruta, con la salvedad del ligero retroceso de 1986, y mejoran su posición en más de ocho puntos porcentuales a lo largo del período; y los accionistas y el Estado, por último, con la excepción de 1983, ven acrecentar también su participación.

En resumen, y como se sintetiza en el gráfico 4, el reparto del «pastel» de las rentas generadas ha cambiado en las empresas privadas del agregado de manera ostensible. Los grupos «perdedores», que disminuyen su ponderación en el reparto de 1987 respecto del de 1982, son los trabajadores y los prestamistas, como consecuencia de los procesos emprendidos de ajuste de plantillas y de reestructuración de



las fuentes financieras, respectivamente. Los «ganadores», cuyo peso aumenta correlativamente en igual período, lo son como consecuencia del éxito de los anteriores ajustes y de la subsiguiente recuperación del excedente neto empresarial, que permite mayores dotaciones por amortización y saneamiento, mayores retenciones con destino a reservas, y mayores pagos por impuesto de sociedades y por dividendos.

VII. ANALISIS INTEGRADO EN TERMINOS DE RATIOS

Como síntesis y coordinación del análisis realizado en los epígrafes precedentes, se ofrece ahora un cuadro de *ratios* que relativiza las principales magnitudes ofrecidas en los estados de equilibrio patrimonial y de resultados, al tiempo de recoger otra información potencialmente relevante para el diagnóstico planteado. Dicho cuadro se desagrega en cuatro bloques —estructura patrimonial; actividad y

CUADRO N.º 6

REPARTO DE LAS RENTAS GENERADAS

(En porcentaje del total de cada ejercicio)

Rentas generadas = Valor añadido ajustado + resultados extraordinarios y de la cartera de valores (excluidas provisiones) + ingresos financieros + intereses activados + tributos

The state of the s		The second second				The second secon
GRUPOS PERCEPTORES	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Personal (costes de personal) Estado y entes públicos (tributos e impuesto de socie-	57,22	52,98	51,16	50,75	52,64	52,08
dades) Prestamistas (costes financieros y diferencias valoración	3,18	2,95	3,51	4,10	4, 57	5,17
moneda extranjera)	24,02	25.34	24.86	21.65	19.28	17.17
Accionistas y otros (dividendos y otros)	4,95	4,72	4,98	4,99	5,83	6,70
vas)	10,60	13,98	15,46	18,48	17,65	18,86

Fuente: Elaboración propia, a partir de los Análisis Económico-Financieros de la Central de Balances del Banco de España, de 1984 a 1988.

CUADRO N.º 7

RATIOS DE ESTRUCTURA PATRIMONIAL (Datos en porcentaje)

		1982	1983	1984	1985	1986	1987
1.1.	Estructura del capital económico:						
	Activo inmovilizado neto Activo neto	76,18	78,76	77,55	73,62	77,80	78,73
	Existencias Activo neto	16,59	13,62	13,72	13,48	13,10	13,74
	Clientes Activo neto	23,36	20,92	21,31	21,90	22,78	23.17
	Clientes Proveedores	174,46	176,69	177,58	175,76	164,95	155,29
	Tesorería Activo neto	5,32	4,24	4,47	4,32	4,58	4,87
1.2.	Funcionalidad del capital económico:						
	Amortizaciones del inmov. material Inmovilizado material bruto	3,50	2,99	3,68	3,82	3,91	3,95
	Amort. acumulada inmov. material productivo Inmovilizado material bruto productivo	40,11	38,83	38,94	39,33	40,17	42,09
	Dotación amortizaciones Recursos generados	65,81	56,28	59,30	51,25	51,00	43,38
1.3.	Estructura del capital financiero:						
	Recursos ajenos totales de coste explicito Patrimonio neto	104,66	96,79	107,05	113,49	106,10	94,82
	Reservas (no actualiz. ni revaloriz.) Capital	45,70	49,72	48,68	74,59	68,87	88,86
	Recursos ajenos a corto de coste explicito Recursos ajenos totales de coste explicito	29,58	30,89	30,66	28,31	23,75	24,53
	Patrimonio neto Financiación permanente	57,57	59,92	57,39	55,14	55,28	58,29
1.4.	Cobertura:						
	Activo inmovilizado neto Financiación permanente	89,77	92,97	92,30	86,69	88,68	89,50
	Reservas (no actualiz. ni revaloriz.) Activo inmovilizado neto	11,68	10,63	11,25	17,91	18,42	25,53

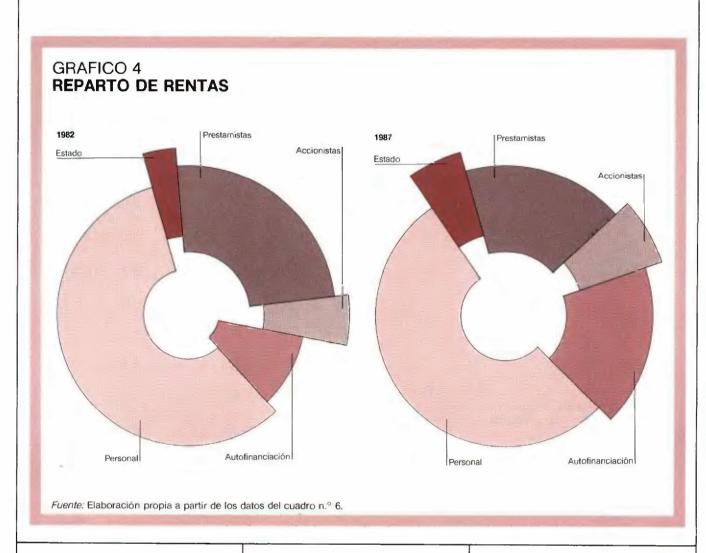
Fuente: Elaboración propia, a partir de los Análisis Económico-Financieros de la Central de Balances del Banco de España, de 1984 a 1988.

estructura de los costes; eficiencia y rentabilidad; y riesgo financiero, medido a través de liquidez y solvencia—, que pasamos a comentar someramente para no abundar en observaciones ya realizadas ni caer en la mera repetición de las cifras ofrecidas.

1. Ratios de estructura patrimonial (cuadro n.º 7)

1.1. Estructura del capital económico

Los ratios de este apartado explican la composición relativa del activo neto empresarial. Este se compone de un activo inmovilizado neto que aumenta durante los primeros años, como consecuencia de las menores amortizaciones y del proceso de «huida hacia delante» mediante el cual se pretendió por algunas empre-



sas salir de la crisis con inversiones en nuevos sectores o actividades, y que, después de la caída de 1985, vuelve a aumentar, esta vez buscando consolidar las expectativas favorables del excedente empresarial. Por lo que se refiere al otro componente, el activo circulante neto, sus principales partidas muestran en 1982 unas cifras anormalmente altas de clientes, existencias y tesorería, como reflejo de una crisis de demanda que exigía otorgar mayores facilidades de pago, incrementaba los stocks invendidos y demandaba mayor liquidez para afrontar el mayor riesgo comercial; todos estos indicadores disminuyen a lo largo del período, evidenciando una mejor gestión

del circulante ante la nueva expansión de la demanda. Debe destacarse, a este respecto, la disminución del *ratio* clientes/proveedores, por cuanto, al reflejar la relación entre el crédito comercial concedido y el recibido, supone una mejora en la posición de las empresas, puesto que requiere una menor cuantía de créditos de provisión a otorgar respecto de la recibida de proveedores.

1.2. Funcionalidad del capital económico

La funcionalidad de los equipos productivos viene condicionada por la adecuada imputación

contable de su depreciación, vía amortizaciones. Los tres ratios de este apartado muestran así, respectivamente, una recuperación de la funcionalidad, por las mayores amortizaciones, a partir de 1984; un envejecimiento progresivo de los equipos que no se compensa adecuadamente vía amortización, y que sólo se subsana con las nuevas inversiones a partir de 1986, y un peso excesivamente elevado de las amortizaciones respecto de los recursos generados, que logra disminuirse desde 1985 gracias a las cifras crecientes del resultado neto.

1.3. Estructura del capital financiero

El esfuerzo de recomposición de la estructura financiera realizado en el período por las empresas privadas tiene en este apartado claros factores explicativos. Bien es cierto que 1983 supone una ligera mejoría respecto de las cifras iniciales, pero otra vez empeoran los ratios de manera generalizada al año siguiente, y sólo, de nuevo, a partir de 1985 logra consolidarse la tendencia favorable. Esta puede sintetizarse, atendiendo a los cuatro ratios calculados, en los aspectos respectivos siguientes: disminución de la relación de endeudamiento; recomposición de los fondos propios, vía reservas; sustitución de financiación ajena a corto por financiación a medio y largo plazo; y restitución de un mayor protagonismo a los fondos propios respecto de la financiación permanente.

1.4. Cobertura

La coherencia entre la disponibilidad del activo y la exigibilidad del pasivo se analiza aquí desde la perspectiva del activo inmovilizado neto, para evidenciar, por una parte, la pauta uniforme de financiarlo en un 90 por 100, aproximadamente, con recursos permanentes y, por otra, la tendencia favorable en la solvencia que supone acrecentar el componente de tales recursos constituido por las reservas, y que se manifiesta desde 1985.

2. Ratios de actividad y estructura de los costes (cuadro n.º 8)

2.1. Actividad

Ya se ha indicado la permanencia que ofrece en las empresas privadas su generación de valor añadido ajustado, que ha oscilado alrededor del 30 por 100 de la cifra de producción o venta de mercaderías más subvenciones a lo largo del período, como aquí se muestra. Su comparación con el activo inmovilizado neto constituve una aproximación al grado de intensidad del capital y, en este sentido, a partir de la caída de 1983 las cifras del correspondiente ratio muestran una tendencia favorable, máxime al ponerlas en relación con las mavores cifras ofrecidas por el denominador en 1986 y 1987.

2.2. Períodos de maduración

Los días que suponen los diferentes subperíodos componentes del período medio de maduración ofrecen un índice de la calidad de la gestión del circulante, al exigirse, según sus cifras, un mayor o menor volumen de financiación dedicada al ciclo de

CUADRO N.º 8

RATIOS DE ACTIVIDAD Y ESTRUCTURA DE LOS COSTES

(Datos en porcentaje, salvo indicación en contrario)

_	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Actividad:						
Valor añadido ajustado	28.76	28.22	27,91	28,19	30.05	29,97
Producción o venta y subvenciones	20,10	20,22	21,01		,	
Valor añadido ajustado	36.90	30.89	32.87	35.82	37,44	39,98
Activo inmovilizado neto	00,00	50,05				
2. Períodos de maduración (días): De existencias de merc. o mater. primas De existencias de dptos. term. y en curso Período de pago a proveedores Período de cobro a clientes	54 30 86 93	51 30 83 95	47 29 81 92	48 26 82 87	48 24 83 80	46 24 81 74
Estructura de los costes:						
Gastos de personal	18,39	17,20	16.55	16,28	17.84	17,45
Prod. o vta. de merc. y subv.	10,33	17,20	10,55	10,20	17,04	17,40
Gastos financieros	7,31	7,82	7.70	6.75	6.32	6.00
Prod. o vta. de merc. y subv.	1,01	1,02	7,70	0,10	0,02	5,00

Fuente: Elaboración propia, a partir de los Análisis Económico-Financieros de la Central de Balances del Banco de España, de 1984 a 1988.

CUADRO N.º 9

RATIOS DE EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

(Datos en porcentaje)

		1982	1983	1984	198 5	1986	1987
.1.1	Margen económico:						
-	Resultado neto total + gastos financieros Prod. o vta. merc. y subvenciones	8,49	10,04	9,96	9,89	9,92	11,4
2.	Rotación:						
	Prod. o vta. merc. y subvenciones Activo neto	97,72	86,28	91,47	93,58	96,97	105,1
3.	Rentabilidad económica (ROI):						
	Resultado neto total + gastos financieros Activo neto	8,29	8,66	9,11	9,25	9,62	12,0
4.	Coste de los recursos ajenos con coste explícito:						
	Gastos financieros Recursos ajenos totales de coste explícito	13,99	13,72	13,63	11,89	11,91	12,9
5.	Endeudamiento:						
	Recursos ajenos totales de coste explícito Patrimonio neto	104,66	97,79	107.05	113,49	106,10	94,8
6.	Rentabilidad financiera recursos propios (ROE) antes de impuestos:						
	Resultado neto total	2,33	3.77	4.26	6,26	7.19	14.4
	Patrimonio neto	2,00	3,11	4,20	0,20	7,19	11,1

explotación; y también desde esta perspectiva es evidente la mejora de dicha gestión, ya que no sólo disminuyen los períodos de almacenaje, fabricación y venta, y cobro de clientes, sino que este último, durante los dos años finales, resulta inferior al de pago a proveedores. Todo lo cual justifica, asimismo, la menor necesidad de recursos ajenos a corto con coste explícito que se ha comentado en la estructura financiera.

2.3. Estructura de los costes

Se reproducen aquí los ratios representativos de las principales partidas del coste que penalizaban los resultados de las empresas privadas en 1982 para destacar, de nuevo, sus tendencias favorables, ya comentadas al plantear los correspondientes estados de resultados.

Ratios de eficiencia y rentabilidad

(cuadro n.º 9)

Los ratios de rentabilidad constituyen la síntesis usual del análisis económico-financiero, en cuanto que muestran la eficiencia conseguida en la aplicación de los capitales económico y finan-

ciero a la actividad empresarial, por medio, respectivamente, de la rentabilidad económica o rentabilidad de las inversiones (ROI: return on investment), y de la rentabilidad financiera o rentabilidad de los capitales propios (ROE: return on equity).

La rentabilidad económica, o ROI, hace abstracción de la estructura financiera y evalúa el resultado neto de la explotación (o beneficio antes de cargas financieras e impuestos) por comparación con el capital económico neto asignado a las actividades de la empresa. De ahí, que sus factores explicativos sean esencialmente económicos: margen

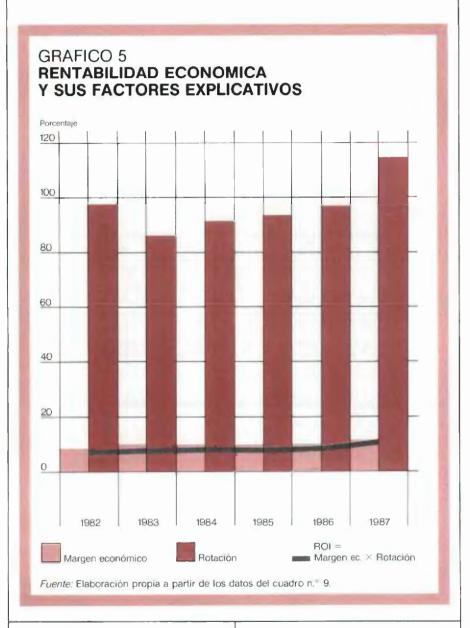
económico conseguido sobre la producción, o venta más subvenciones, y rotación del activo, o proporción que aquel concepto representa en términos de éste. La relación entre la rentabilidad económica y sus factores explicativos puede sintetizarse entonces de la siguiente forma:

ROI (3.3) = margen económico $(3.1) \times rotación (3.2)$.

La rentabilidad de los capitales propios, o ROE, estimada en este caso antes de impuestos, compara el resultado neto total con la cifra de patrimonio neto aportado a la actividad empresarial; y se explica por el «efecto-palanca», amplificador o reductor, que se origina respecto de la rentabilidad económica cuando existen capitales financieros ajenos de coste prefijado, y según que éste sea inferior o superior, respectivamente, a tal rentabilidad económica. Puede expresarse como sique:

ROE (3.6) = ROI (3.3) + (ROI (3.3) — coste explícito recursos ajenos (3.4)) \times endeudamiento (3.5).

Los ratios de rentabilidad económica de las empresas privadas del agregado ofrecen un incremento constante a lo largo del período; el cual se obtiene, sin embargo, a partir de actuaciones dispares de margen y rotación durante los cuatro primeros años. En 1983, las empresas privadas ven reducirse su volumen de actividad, v con ello la eficiencia en la utilización de los activos; pese a lo cual la rentabilidad económica no cae, al lograr la repercusión de esa ineficiencia sobre el mercado mediante el incremento del margen económico de beneficio. En 1984 y 1985 la actuación es justamente la contraria y, ante la reducción del margen, es la



mayor rotación de los activos la que justifica las mayores cifras del ROI. Durante los dos últimos años la situación económica de las empresas mejora ya claramente, tanto por la elevación continuada del margen como por la de la rotación. La evolución a lo largo del período de los tres indicadores se ha representado en el gráfico 5.

La rentabilidad financiera también se rige por iguales pautas incrementales y mejora en todos los años del intervalo estudiado, lográndose esa mejora tanto por la reducción del coste explícito de las deudas (excepto en el último año, en que de nuevo se produce un repunte) como por la reducción del *ratio* de endeudamiento, primero en 1983 y luego a partir de 1985. Todo lo cual se puede observar en el gráfico 6.

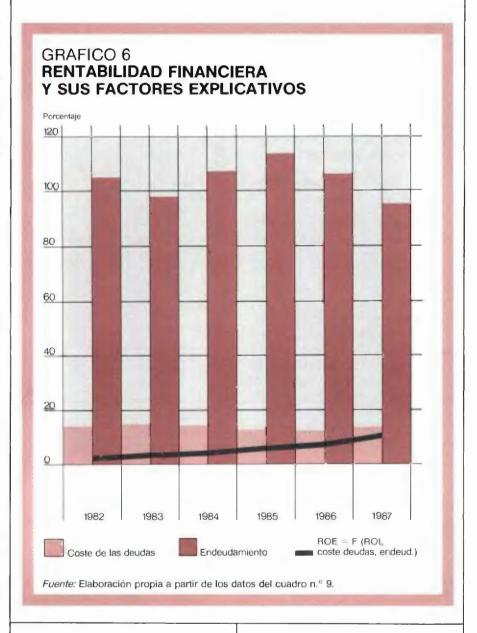
El apalancamiento financiero continúa siendo, sin embargo, reductor; y la rentabilidad de los capitales propios (ROE) resulta inferior a la del capital económico (ROI), al tenerse que afrontar con ésta un coste de las deudas todavía superior durante todos y cada uno de los años del período. La tendencia de estos tres indicadores, que se ha representado en el gráfico 7, se orienta hacia una confluencia que, de producirse, marcaría un hito histórico al recuperarse el apalancamiento financiero amplificador, del que las empresas privadas españolas no se benefician desde 1978.

Ratios de liquidez y solvencia (cuadro n.º 10)

A efectos de proporcionar una medida aproximada del riesgo financiero con el que han operado las empresas privadas del agregado, se han calculado los ratios más significativos de liquidez y solvencia. Mediante los primeros se puede juzgar la capacidad de hacer frente a los compromisos de pago a corto plazo, o «distancia a la suspensión de pagos», y a través de los segundos la de afrontar los costes fijos de las deudas con los resultados, y la mayor o menor proporción del activo neto que garantiza los recursos exigibles, o «distancia a la quiebra».

4.1. Liquidez (solvencia a corto)

El primer ratio muestra la cobertura de las obligaciones a corto plazo con tesorería inmediata, con lo que cifras inferiores evidencian un mayor riesgo de impago. Desde esta perspectiva, son de destacar las caídas del indice en 1983 y 1985; sobre todo la de este último año, en el que el riesgo de impago fue el mayor del período.



El segundo ratio es el que propiamente representa la «distancia a la suspensión de pagos», al confrontar disponible y derechos de cobro con exigible a corto plazo. La situación, con base en sus cifras, representa una mejoría progresiva en la posición de las empresas a partir del peor año, que en este caso fue el de 1983.

El tercer ratio ofrece una comparación por cociente de las partidas constitutivas del fondo de rotación, indicador característico de la solvencia a medio y largo plazo, que aquí, sin embargo, se ha incluido entre los de liquidez, al igual que el siguiente, en atención a la exigibilidad a corto de sus respectivos denominadores. Desde la perspectiva de este indicador se concluye, asimismo, la evolución positiva entre 1982 y 1987, aunque con una tendencia no uniforme por las ligeras caídas de 1983 y 1986.

Con el cuarto ratio se evalúa la cobertura de los compromisos

de pago a corto plazo mediante la capacidad de autofinanciación; y, dada la reconstitución del excedente empresarial, la conclusión también es netamente favorable respecto de la solvencia a corto.

4.2. Solvencia a medio y largo plazo

El primero de los *ratios* de este apartado aproxima al riesgo de no poder afrontar las cargas fijas del endeudamiento con el resultado económico neto, siendo este riesgo tanto mayor cuanto mayor sea la proporción de aquéllas respecto de éste. Así, debe destacarse la reducción progresiva del riesgo de impago de las cargas financieras a lo largo de todo el período, como lógica consecuen-

cia tanto de la recuperación del excedente económico como de la reducción del endeudamiento y de su coste vinculado.

Mediante el segundo ratio se comparan la capacidad de auto-financiación y la totalidad de los recursos ajenos remunerados, o pasivo exigible total de coste explícito. El incremento constante en el ratio evidencia la progresiva mejor posición alcanzada, al cubrirse una proporción creciente de dicho exigible con partidas del excedente cuya asignación resulta optativa para la empresa.

El ratio que relaciona los gastos financieros con la capacidad de autofinanciación matiza y complementa la carga explicativa del anterior, al vincularse aquélla con las cargas derivadas del exigible total de coste explícito. También desde este enfoque la conclusión es netamente favorable, dados el menor peso que van representando los gastos financieros y la recuperación del excedente empresarial.

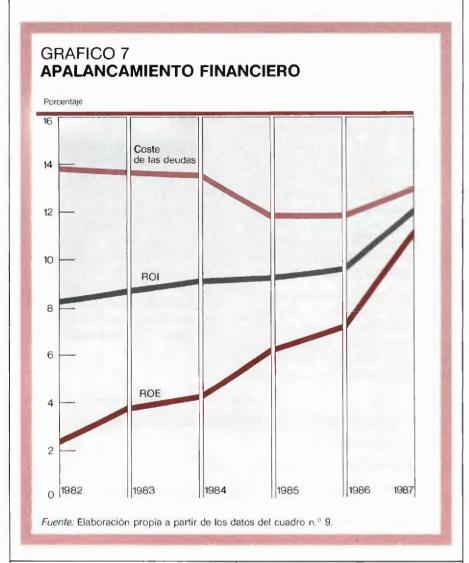
Finalmente, el cuarto ratio, denominado usualmente de «distancia a la quiebra», muestra la proporción en la que el activo neto garantiza la financiación basada en recursos ajenos de coste explícito y, por tanto, exigibles. La cifra más pequeña se obtiene en 1985, y evidencia, una vez más, que las empresas privadas del agregado «tocaron fondo» en dicho año, esta vez atendiendo a su menor solvencia patrimonial.

CUADRO N.º 10

RATIOS DE LIQUIDEZ Y SOLVENCIA (Datos en porcentaje)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Liquidez (solvencia a corto):						
Tesoreria	40.40	44.50	44.70	44.40	10.01	10.10
Pasivo exigible a corto, con y sin coste explícito	13,16	11,52	11,72	11,40	12,21	12,13
Tesorería + derechos de cobro a corto	00.00	70.40	00.04	04.00	04 55	07.0
Pasivo exigible a corto, con y sin coste explicito	80,39	79,18	80,91	94,26	91,55	97,2
Activo circulante bruto	101.55	110.01	117.05	100 70	100 40	101.4
Pasivo exigible a corto, con y sin coste explicito	121.55	116.21	117,05	129,73	126,48	131,4
Capacidad de autofinanciación	1010	1405	15.00	10.50	20.50	20.0
Pasivo exigible a corto, con y sin coste explícito	12,19	14,25	15,99	18,59	20,56	22,3
Solvencia a medio y largo:						
Gastos financieros	00.07	== 00	77.44	00.04	00.74	
Rtdo. neto total + gastos financieros	86,27	77,90	77,41	68,31	63,74	52,4
Capacidad de autofinanciación						
Recursos ajenos totales de coste explícito	9,60	10,66	11,74	13,30	14,99	18,4
Gastos financieros	7.15.05					
Capacidad de autofinanciación	145,65	128,74	116,11	89,40	79,45	70,3
Activo neto	105.55	222.52				
Recursos ajenos totales de coste explícito	195,55	203,32	193,41	188,11	194,25	205,4

Fuente: Elaboración propia, a partir de los Análisis Económico-Financieros de la Central de Balances del Banco de España, de 1984 a 1988



VIII. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Ante la opinión generalizada acerca de la recuperación de la actividad económica durante los últimos años y, con ella, de la capacidad de generación de excedentes en las empresas privadas españolas, el objetivo con el que se ha planteado este estudio ha sido el de contrastar esa mejora del sector empresarial privado mediante un análisis económico-financiero integrado, referido a una base temporal amplia y tomando como referencia

una muestra homogénea de empresas.

La base de datos por excelencia para el análisis económicofinanciero empresarial en nuestro
país radica en la Central de Balances del Banco de España, y a
ella es a la que se refiere la selección muestral realizada. Sin
embargo, la metodología implícita en la formación de esta base
de datos no permite obtener una
muestra estadísticamente representativa de las empresas españolas, al proporcionar agregados
autoseleccionados de éstas en
cada ejercicio, cuya representa-

tividad es variable, aunque mejora a medida que aumenta el número de empresas incluidas. Precisamente por esto, y dado que el objetivo del trabajo era el de analizar una serie lo más larga posible de ejercicios, la metodología operativa que hemos aplicado ha consistido en estudiar la situación del agregado de empresas privadas tal cual se ofrecía en cada momento, sin excluir ningún tipo de empresas y partiendo de las publicaciones de la Central entre 1984 y 1988, que ofrecen datos de los ejercicios 1982 a 1987. Cada agregado se ha caracterizado por su empresa tipo o promedio simple, con lo que el análisis y las conclusiones que ahora ofrecemos tienen la validez y alcance que haya tenido el agregado a lo largo del tiempo, y que es suficiente, en nuestra opinión, para detectar las pautas genéricas de comportamiento de las grandes y medianas empresas privadas españolas durante los últimos años.

Pese a que sólo se han podido considerar seis años, la serie formada ofrece el interés de detectar un punto de inflexión en la actuación y resultados de las empresas privadas españolas, cual es el del año 1985. Hasta entonces, en efecto, las empresas realizan el proceso de ajuste exigido por la crisis económica iniciada en 1973; si bien dilatando su implantación efectiva hasta 1978. año en el que, a la par de instaurarse un nuevo marco socioeconómico constitucional, se produce una caída relevante de los resultados, que se amplifica cuando aparece un apalancamiento financiero reductor de la rentabilidad económica, al no poderse cubrir con ésta el coste de las deudas, y que confirma el alcance y permanencia de una crisis que durante los primeros años

se había creído coyuntural, Al propio tiempo, el reto histórico de la entrada de España en la Comunidad Europea, con la ampliación y mayores exigencias del entorno competitivo, también induce al ajuste de las estructuras patrimoniales y de costes de las empresas privadas españolas, cuyos efectos positivos se empiezan a manifestar a partir del mencionado año de 1985.

Todos los bloques del análisis económico-financiero realizado confirman la mejora de la situación del sector de empresas privadas entre 1982 y 1987, y todos ellos igualmente, sin apenas excepción, confirman la existencia de dos subperíodos claramente diferenciados respecto del cambio de tendencias que se produce en 1985.

En términos de la estructura económica de las empresas privadas, los primeros años evidencian la recesión de las operaciones por el incremento de los stocks y la ineficiencia en la gestión del circulante en general, con períodos medios de maduración elevados, así como el ajuste de la capacidad productiva a los menores niveles de demanda mediante la disminución del inmovilizado material, que además se amortiza y sanea en una reducida proporción. A partir de 1985, sobre todo, la perspectiva es radicalmente distinta: se incrementa el nivel de las operaciones, con un correlativo aumento en las partidas definitorias del crédito comercial y una disminución en los stocks, al tiempo que se reduce el período medio de maduración y, con ello, las necesidades de financiación a corto; desde el lado del activo neto, no sólo se incrementan las inversiones, en este caso a partir de 1986, sino que las dotaciones por amortización y saneamiento, también en aumento, permiten recuperar la funcionalidad de los equipos productivos, deteriorada durante los primeros años.

Desde el lado de la estructura financiera, el primer período caracteriza una situación deteriorada, en la que la reducción del patrimonio neto por una efectiva descapitalización (acumulación negativa de reservas) debe compensarse con mayores cifras de endeudamiento a medio y largo plazo, y todo ello con el mantenimiento de una cuantía elevada de deudas a corto. Pero esta situación se recompone desde 1985: el patrimonio neto se reconstituye, vía reservas y ampliaciones de capital; las deudas a medio y largo se reestructuran, disminuyendo los préstamos bancarios y aumentando las emisiones de títulos de renta fija, y la financiación a corto se reduce. Todo lo cual se traduce en un menor ratio de endeudamiento y en una mayor solvencia patrimonial.

Los resultados muestran así una lógica tendencia favorable en casi todos sus escalones componentes, que se justifica por la incidencia en cada uno de ellos de la reestructuración de la correspondiente partida del coste empresarial. El valor añadido ajustado permanece estable a lo largo de todo el período. La disminución del empleo origina menores costes del personal hasta 1985 y una posterior elevación desde ese ejercicio por la reconstitución de las expectativas, las mayores inversiones y la generación de nuevos puestos de trabajo; pese a lo cual el efecto reductor neto de los costes laborales se traduce en una mejora constante del resultado económico bruto. La variación en las dotaciones por amortización y saneamiento en los sucesivos años origina altibajos en el resultado económico neto, pero el efecto último en este indicador es igualmente incremental entre 1982 y 1987. Finalmente, la reestructuración del pasivo, ya comentada, logra reducir los costes nominales de la financiación desde 1983, con lo que su efecto favorable sobre el resultado neto total se manifiesta en una elevación constante de este excedente neto a lo largo de todos los años analizados.

El análisis de tales resultados en términos de recursos generados y autofinanciación permite detectar las pautas asignativas de los excedentes, que durante los primeros años evidencian el peso preponderante de la amortización y el saneamiento, y las reducidas cuantías de impuestos y dividendos, junto a una acumulación de reservas negativa en 1982 y 1984, indicativa de una descapitalización neta del agregado de empresas privadas en dichos años. La recuperación de los excedentes posibilita, sin embargo, que la asignación cambie a partir de 1985, en el sentido de minorar el peso de la amortización y el saneamiento respecto del resultado neto total (en 1987, por vez primera, éste supone una mayor proporción que aquéllas dotaciones) y aumentar los pagos por impuestos y dividendos, así como constituir reservas.

La reestructuración de los diferentes componentes de costes se evidencia mediante el análisis del reparto de las rentas generadas entre los diferentes grupos sociales que concurren en la actividad empresarial: personal, Estado y otros entes públicos, prestamistas, accionistas y la propia empresa, en concepto de autofinanciación bruta. Así, las rentas satisfechas a título del factor trabajo disminuyen a partir de 1985 y luego vuelven a aumentar, pero

de año inicial a año final sufren una reducción neta, al igual que sucede con las derivadas de la utilización de los capitales de deuda. En contrapartida, el Estado, los accionistas y la autofinanciación son los grupos ganadores en el reparto, por el incremento que se produce a lo largo del período en el pago de impuestos y dividendos, y en las dotaciones a amortización, saneamiento y reservas, respectivamente.

Finalmente, la rentabilidad v sus factores directamente explicativos, así como el riesgo, sintetizan v justifican todos los factores anteriores del análisis. La rentabilidad económica, o ROI. logra incrementarse durante la totalidad del período, pero a través de actuaciones dispares de sus factores explicativos, margen económico y rotación de los activos: en 1983, la menor rotación se compensa repercutiendo un mayor margen sobre el mercado, en tanto que durante 1984 y 1985 es la caída en éste la que debe compensarse con mayores rotaciones; 1986 y 1987, por su parte, consolidan la tendencia creciente de ambos indicadores y justifican el mayor incremento del ROI. Esta creciente rentabilidad económica, al confrontarse con un coste nominal de las deudas en disminución, pero todavía mayor que aquélla, se traduce en un apalancamiento financiero reductor que, sin embargo, tiende a atenuarse a lo largo de los años, debido tanto a la reducción del diferencial (entre rentabilidad económica y coste de las deudas) como a la disminución ya apuntada del ratio de endeudamiento, que explica, en suma, la también creciente rentabilidad de los fondos propios, o ROI, aún inferior. como sistemáticamente viene sucediendo desde 1978, a la rentabilidad económica empresarial. Adicionalmente, el análisis del riesgo financiero muestra también una mejora en la posición de las empresas privadas españolas, sobre todo a partir de 1985, año en que su solvencia a cualquier plazo temporal «tocó fondo», acercándolas, más que en ningún otro momento, a eventuales situaciones de suspensión de pagos y de quiebra.