

EVOLUCION DE LOS EXCEDENTES EMPRESARIALES

El concepto de excedente empresarial se puede analizar desde diferentes perspectivas, económicas y contables, y ser objeto de cuantificación mediante diversos modelos analíticos. **Alvaro Cuervo** realiza un estudio sintético de todos ellos desde el objetivo prefijado por la teoría financiera para la empresa: la creación de valor para sus inversores. El excedente de la empresa es, asimismo, la condición necesaria para el ahorro empresarial, o autofinanciación, y factor clave, por tanto, para evaluar sus decisiones de inversión; cuestión que también se trata en este artículo, considerando la incidencia de las imperfecciones del mercado de capitales y del poder discrecional de los directivos. Finalmente, se ofrece un estudio detallado de la evolución del excedente de las empresas españolas durante los últimos años, tomando en consideración los datos de la Central de Balances del Banco de España.

I. INTRODUCCION

EL título «excedentes empresariales» implica una carga valorativa. Excedente se define por la Real Academia como lo que excede, lo que sale de la regla, lo que supera lo normal; es decir, que proviene de exceder, proparse, ir más *allá de lo lícito o razonable*.

La justificación del empleo de la palabra excedente puede tener dos razones: la lógica contable, que define el beneficio como excedente de los ingresos de la empresa sobre los gastos necesarios para generarlos, o la lógica económica: bien de los marginalistas, para quienes el beneficio del empresario es una consecuencia de los deficientes efectos de las leyes del precio («Teoría de la fricción»..., de la desigualdad de los costes de producción en las distintas empresas), y lo consideran como un ingreso «rentístico»

unido a condiciones institucionales y de deficiente funcionamiento de los mercados *windfall*; o bien de los marxistas, para quienes constituye una apropiación de la renta de la fuerza del capital variable o trabajo. En estos planteamientos, es lógico hablar de excedente. Bajo nuestro enfoque, sin embargo, preferimos hablar de beneficio, renta-rentabilidad y creación de valor. Consideramos, con Marshall, que el beneficio es la renta de un agente económico (el empresario), y que ésta se compone de: salario de dirección (igual a su productividad marginal) y remuneración residual (correspondiente a la organización, como otro factor derivado). Los marginalistas no habían distinguido el salario de dirección, que se vincula al control de la empresa, del factor residual, que corresponde a la organización. Dicho beneficio viene explicado por la dinámica empresarial (Joseph Alois Shumpeter), la anticipación

(teoría de F. M. Knight) o la capacidad de crear valor a partir del desarrollo de competencias esenciales de las empresas, que incluyen la capacidad para coordinar diversas técnicas de producción e integrar tecnologías y personas que aportan ventajas sostenibles junto con las rutinas organizativas. No vemos, pues, el origen del beneficio en la búsqueda del poder de mercado o en aprovechar fricciones y/o regulaciones, ya sean políticas o industriales. Preferimos, por ello, hablar de beneficios, renta y rentabilidad, y creación de valor, y no de excedente, en el sentido etimológico de la palabra.

II. CONCEPTOS E IMPLICACIONES DEL BENEFICIO EMPRESARIAL

1. Beneficio y rentabilidad en sentido económico y contable

Para la determinación del beneficio, se puede partir de dos concepciones del mismo: la contable y la económica. Conforme a la primera, el beneficio contable puede considerarse como una renta de carácter residual equivalente a la diferencia entre los ingresos y los gastos o, alternativamente, como la diferencia entre el valor contable de los recursos propios de la empresa al final y al inicio del período objeto de cálculo más los dividendos pagados. Ambas medidas se caracterizan por una cierta subjetividad, ya que vienen influidas por los criterios elegidos para evaluar y determinar los ingresos y los gastos, así como por el momento al que se refieren; están sujetas, en suma, a criterios de valoración y periodificación.

El beneficio económico es la

renta residual que obtiene la empresa después de deducir de los ingresos o valor de la producción todos los costes necesarios para su obtención, incluido el coste de oportunidad de los fondos propios. Las diferencias básicas entre el beneficio contable y el económico surgen, pues, en una serie de aspectos clave:

a) Estimación del consumo de capital físico, o depreciación económica de los bienes de producción, dado que el criterio económico calcula la depreciación sobre los costes de reposición —lo que incluye la depreciación de uso, la obsolescencia tecnológica y el efecto de la inflación—, mientras que el contable parte de los valores de adquisición.

b) Coste imputado a los recursos financieros; ya que el beneficio contable, o beneficio en la terminología financiera, descuenta el coste del capital ajeno, pero no considera el coste de oportunidad de los capitales propios empleados para determinar el beneficio de la empresa.

c) Cálculo de las tasas de rentabilidad. En el cómputo de los activos, en las rentabilidades contables, no existe actualización, no se considera el efecto de la inflación y no se tiene en cuenta el cambio tecnológico. No existen, por tanto, criterios alternativos de valoración de los activos vinculados al coste de reposición, que son propios del cálculo de la rentabilidad económica.

La rentabilidad contable es el cociente entre el beneficio neto más los gastos financieros y los activos medios (RE), o entre el beneficio neto y los fondos propios (RFP). La rentabilidad económica es así la tasa de descuento que iguala las rentas futuras generadas por la empresa

con los valores actuales de sus activos. La RFP se identifica con el coste implícito de los capitales propios, o tasa que iguala las rentas que generan éstos con su valor actual.

d) Periodificación de los resultados. Mientras que los indicadores contables se refieren a un periodo, tanto sea la RE como la RFP, los indicadores económicos de las medidas de rentabilidad exigen el conocimiento de los flujos de caja que genera la empresa y la consideración del tiempo; es decir, la actualización de esos flujos. Si se descuentan los flujos a una tasa que equivale al coste de oportunidad del capital, se obtiene un beneficio económico. La tasa que iguala las inversiones presentes y los flujos de caja generados por ellas es la tasa interna de rentabilidad, que, disminuida en el coste de oportunidad de los fondos propios, es una tasa de beneficio económico.

e) Los agentes participantes en la empresa justifican también la diferencia entre el análisis contable-financiero y el análisis económico. En el primer caso, todo el análisis se centra en los accionistas, olvidando al resto de poseedores de derechos sobre la empresa. En el segundo, sería conveniente diferenciar suministradores de fondos y directivos del resto; y, conforme a una lógica de agencia, dentro de los primeros, entre los accionistas activos y/o grupos financieros principales y/o tutores que se vinculan a la vida de la empresa, y el del resto de aportantes financieros.

Sentadas las diferencias, para aproximar ambos criterios se podrían utilizar la rentabilidad contable ajustada y la rentabilidad indicativa económica.

La rentabilidad contable ajustada considera la inflación. Con ella se calcula la rentabilidad teniendo en cuenta los valores de los activos y del beneficio corregidos por la inflación. El ajuste de los precios homogeneiza los activos a precios corrientes. En los capitales se recogería los corrección de los beneficios retenidos, así como los efectos de la valoración de los activos. Pretende ser una aproximación a los costes de reposición.

La otra forma de aproximación de criterios es la rentabilidad económica indicativa, que plantea el criterio de valoración referido al mercado. Bajo este planteamiento, el beneficio económico de un período es igual a la diferencia del valor de mercado de los fondos propios entre el final y el principio del año, más los dividendos pagados en dicho año. (Se supone la no existencia de ampliaciones y/o reducciones de capital). Los valores de los fondos propios y los activos para calcular la tasa de rentabilidad son de mercado. En este caso, los valores de reposición y económico tienden a asemejarse, salvo en la situación de «beneficios extraordinarios». Estos están unidos, más que a situaciones de poder de mercado, a la diferenciación de los productos y/o servicios, como fruto del desarrollo de conocimientos y habilidades; no sólo como consecuencia del efecto experiencia, sino de la propia gestión de la empresa.

En resumen, la rentabilidad se puede calcular a partir de cuatro aproximaciones teóricas, según se expresa en el esquema 1 (1).

Debido a esta diversidad de indicadores, al analizar los beneficios y la rentabilidad de la empresa y su valoración no podemos olvidar que estamos tra-

**ESQUEMA 1
CALCULO DE LA RENTABILIDAD**

	Rentabilidad contable	Rentabilidad contable ajustada	Rentabilidad económica indicativa	Rentabilidad económica
Rentabilidad de los fondos propios (RFP)	$\frac{\text{Beneficio contable}}{\text{Fondos propios (valores contables)}}$	$\frac{\text{Beneficio contable ajustado}}{\text{Valor contable fondos propios ajustados}}$	$\frac{\text{Beneficio económico}}{\text{Valor mercado de los fondos propios.}}$	Tasa de rentabilidad de los fondos propios, que iguala el valor actual de los flujos de caja que recibe el accionista con el valor actual de mercado de los fondos propios.
Rentabilidad de los activos o de la inversión (RE)	$\frac{\text{Beneficio + gastos financieros}}{\text{Activos totales}}$	$\frac{\text{Beneficio contable ajustado + gastos financieros}}{\text{Activos totales medios ajustados}}$	$\frac{\text{Beneficio económico + gastos financieros}}{\text{Valor económico de los activos}}$	Tasa que iguala los flujos netos de caja con el valor de mercado de los activos.

bajando con beneficios y rentabilidades contables, y que todos los comentarios que se expresen deben considerar las bases y las limitaciones de la información contable de partida.

Así, la rentabilidad económica de las inversiones es la que obtiene la empresa por el empleo de sus recursos financieros en activos productivos. Dicha rentabilidad es consecuencia de la rotación y del rendimiento o margen económico sobre ventas. Recoge tanto la eficiencia técnico-organizativa (costes) como el poder de mercado (precios) de la empresa. El empleo de esta rentabilidad como objetivo de la empresa o como sistema de valoración de las decisiones no puede hacernos olvidar sus limitaciones: 1) se calcula para un período; 2) con datos contables: 3) está

afectada por las políticas de crecimiento, al incluir activos en curso de instalación y la inflación, y 4) no considera el riesgo económico ni sus efectos sobre el valor de la empresa.

Por su parte, la rentabilidad de los fondos propios en valores contables viene determinada por la rentabilidad económica y el efecto apalancamiento, que se produce cuando la empresa tiene oportunidades de inversión con rentabilidades económicas superiores a los costes de utilización de los fondos ajenos; en cuyo caso, todo endeudamiento debería implicar una mejora de la rentabilidad de los fondos propios. Esta causalidad se puede alterar, sin embargo, porque el aumento de la deuda podría implicar un mayor riesgo financiero y, en consecuencia, un incre-

mento del coste de la deuda, lo que llegaría a anular el efecto apalancamiento amplificador.

El empleo de la rentabilidad de los recursos propios con valores contables como indicador del objetivo de la empresa supera algunos de los efectos del uso de la rentabilidad económica, pero también tiene limitaciones, en cuanto que: a) la RFP viene referida a un año o período de cálculo, sin considerar las perspectivas de beneficios futuros; b) la maximización de dicha tasa no incluye información sobre el riesgo asociado a ella; c) el cálculo de la RFP parte, como hemos indicado, del valor en libros de los fondos propios, no de su valor de mercado. No obstante, a pesar de estas limitaciones, se comprueba que existe una correlación positiva entre la

RFP y el precio de la acción, por lo que la RFP se puede considerar como un primer indicador del objetivo de la empresa: maximizar su valor en el mercado.

2. Rentabilidad contable de los fondos propios y creación de valor

El objetivo de la empresa se define por la teoría financiera como la maximización de la riqueza de los accionistas a través del valor de la empresa en el mercado. Ese valor viene determinado por la actualización de la corriente de flujos netos de caja, actuales y futuros, derivada de los activos de la empresa. Una aproximación válida al valor de los fondos propios es el valor de mercado de las acciones.

A partir de este modelo básico de valoración, es posible utilizar la relación entre los valores de mercado y contable de la empresa como medida de la capacidad de creación de riqueza por aquélla. Conforme a dicho modelo, siempre que el cociente entre los valores de mercado y contable (VMFP/FP) sea superior a la unidad, la empresa estará creando riqueza para sus accionistas. Para que dicha *ratio* sea mayor que 1 es preciso que la RFP sea mayor que Ke ; es decir, la rentabilidad de los fondos propios debe ser superior a la tasa de rendimiento requerida por los accionistas. El crecimiento sólo será favorable en el caso de que la diferencia entre RFP y Ke sea positiva, dado que en cualquier otro supuesto dicho crecimiento no aportaría valor alguno a la empresa, sino que, por el contrario, lo destruiría.

La curva de valor explica, pues, la creación de éste por la empresa en términos de tres variables:

— expectativas del inversor sobre la rentabilidad de los fondos propios de la empresa (RFP);

— expectativas del inversor sobre el crecimiento de la empresa o tasa de reinversión (g);

— tasa de rendimiento requerida por el inversor (Ke).

De acuerdo con el modelo de la curva de valor, la inversión viene determinada por la RFP y por la tasa de rentabilidad requerida por los accionistas. La tasa de crecimiento sostenible viene, a su vez, condicionada por la RFP y por la tasa de retención, lo que centra el análisis de la curva de valor en las variables fundamentales RFP y Ke .

A partir de este modelo, la empresa puede clasificar sus negocios en función de su contribución y la creación de valor. El proceso de inversión continuará hasta que las tasas marginales de RFP y Ke coincidan. La *ratio* VMFP/FP, o curva de valor, es una función lineal de la relación RFP/ Ke . En el caso de que varíe g , su dependencia de la RFP transforma la recta en una curva que, cuando RFP/ Ke es superior a 1 y existen perspectivas de rápidos ritmos de crecimiento (g), acentúa el impacto de la creación de valor.

Un análisis complementario al de la curva de creación de valor se puede llevar a cabo a través del estudio de la relación entre el valor de mercado de la empresa y el valor de reposición de sus activos. Esta *ratio* aporta más información, dado que en el numerador no sólo se refleja el valor de mercado de los fondos propios, sino también el de la deuda, mientras que el denominar incluye todos los activos valorados, no al coste histórico procedente de la información contable, sino según su coste de reposición.

La situación competitiva de la empresa explica, en parte, el valor de la *ratio*, en cuanto que éste será superior a la unidad si se obtienen rentas atribuibles a las ventajas competitivas que posea la empresa por factores específicos (barreras de entrada) y poder de mercado (grado de monopolio), o se posean importantes activos intangibles; en tanto que, en situaciones competitivas, tenderá a la unidad. En la curva de valor, la explicación de la creación de riqueza venía determinada por la comparación entre RFP y Ke ; en este caso, además, está unida a la comparación entre la rentabilidad económica (RE) y el coste del capital para la empresa (Ko), dado que el crecimiento sigue estando vinculado a la rentabilidad de los fondos propios y a la tasa de retención de beneficios. Conforme al razonamiento expuesto en la curva de valor, la empresa invertirá hasta el punto en que el incremento de valor debido a una unidad adicional de capital sea igual a su coste marginal.

III. AHORRO E INVERSION EN LA EMPRESA

Los estudios sobre el comportamiento de la autofinanciación empresarial, o ahorro de la empresa, admiten la existencia de una supuesta relación entre dicha autofinanciación (su ahorro bruto) y las inversiones empresariales (físicas o financieras).

Al hablar de ahorro de la empresa debemos diferenciar, no obstante, tres conceptos: recursos generados, autofinanciación y *cash-flow*.

Los recursos generados constituyen un concepto básico en el análisis financiero. Son los fondos que genera la empresa para

remunerar y amortizar sus inversiones —esto es, la suma del resultado neto más todas las dotaciones para amortización y para provisiones (de explotación e insolvencias, y del inmovilizado), más los beneficios diferidos— y constituyen una primera aproximación para evaluar la capacidad de la empresa para generar renta. Dentro de los recursos generados, se suelen diferenciar los recursos de explotación de los ajenos a ésta y de los extraordinarios, reflejando los primeros la capacidad estable de la empresa para generar flujos de renta o *cash-flows*.

La expresión recursos generados equivale normalmente al *cash-flow*, si se entiende éste como beneficio antes de las anteriores dotaciones. Recordemos, sin embargo, que a la expresión *cash-flow* se le suele dar también su auténtico sentido etimológico de flujo monetario, liquidez producida por la empresa durante un periodo, como diferencia entre los *inflows* y los *outflows*. Esta segunda acepción —de excedente de tesorería o flujo de caja derivado de la explotación— difiere de la anterior —de recursos generados— porque tiene en cuenta las variaciones de circulante y los ajustes por periodificación. Las variaciones del circulante recogen la diferencia entre el perfil de rentas generadas por la empresa y la tesorería, pues tales variaciones incluyen ingresos no cobrados por aumento de créditos a clientes o gastos no pagados (aumento de proveedores), compras de *inputs* no integradas en el proceso productivo (aumento de existencias de materias primas) y producción no vendida (aumento de existencias de productos acabados), así como variaciones *sensu contrario* de las partidas anteriormente analizadas.

Los recursos generados, minorados en los dividendos, equivalen a la autofinanciación o ahorro de la empresa. En el análisis empresarial es básica la denominada tasa de autofinanciación, que se define como la relación existente entre el ahorro de la empresa —autofinanciación— y sus inversiones. Existen diferentes variantes para medir esta *ratio*. Se la puede considerar bruta o neta; es decir, considerando el ahorro y las inversiones en términos brutos (comprendidas amortizaciones) o netos (excluidas amortizaciones). Se puede considerar igualmente que el denominador sean las inversiones físicas (FBCF e inversiones en *stocks*) o las inversiones financieras. Asimismo, pueden excluirse de las inversiones físicas las variaciones de *stocks*; a corto plazo, ello es adecuado, pues dichos *stocks* pueden variar de una manera coyuntural, pero a medio plazo podría no serlo, al representar saldos mínimos o útiles de los mismos para la actividad de la empresa.

1. La decisión de inversión en la empresa

La inversión empresarial, el *stock* de capital deseado a escala de empresa, conforme a la teoría neoclásica (2), viene determinado por los precios de los factores y la tecnología, sin que tengan influencia significativa las variables financieras: *cash-flow*, financiación interna o cualquier otra de este carácter.

La inversión productiva es una dotación de capital en su acepción económica; es decir, de creación de bienes capaces de producir nuevos bienes; y supone una adición al equipo capital productivo, una formación de capital fijo. En el momento actual, sin

embargo, se asiste al aumento de las inversiones financieras como reflejo de la forma organizativa de la empresa, que en España tiende, más que a la empresa multidivisional propia del mundo anglosajón, a la separación jurídica de los negocios, y ello por razones del marco regulador existente y, en especial, por las relaciones laborales y el comportamiento sindical, que implican barreras de salida para la gran empresa.

Los contrastes empíricos vinculan la inversión (3) con el grado de utilización de la capacidad productiva, con la diferencia entre capacidad productiva y *output*, o con las variaciones en este último. Las variables representativas de la financiación interna, de la capacidad de endeudamiento o de la liquidez de la empresa no se presentan como determinantes significativos del *stock* de capital deseado. Dicho planteamiento es consistente con el modelo básico de la teoría financiera de la empresa presentado por Modigliani y Miller en 1958, cuando afirmaban que, en mercados perfectos de capitales, las decisiones de inversión y financiación son independientes. Sin embargo, diversos investigadores han encontrado evidencia empírica acerca de la influencia de las variables financieras (4). Cuando se plantea en un ambiente de imperfecciones de mercado, la financiación se considera realmente relevante e interdependiente con la inversión. Por ello, un grupo de estudios ha planteado el beneficio (J. Tinbergen, Klein, etc.) o la financiación interna o ahorro de la empresa (R. Kalecki) como factor determinante financiero; otros, como Meyer y Kuh (1966), partiendo de las variables financieras (dotaciones a amortizaciones, beneficios

y saldos líquidos, y créditos), contrastan que la inversión, especialmente la del corto plazo, depende básicamente de la liquidez. Los trabajos de Drymes y Kurz (1964), por su parte, analizan la interdependencia entre las decisiones de dividendos, nueva deuda o inversión, y encuentran, en el período 1947-1960, una fuerte vinculación entre la decisión de dividendos y la inversión. Desde esta misma perspectiva, investigaciones más recientes han comenzado a preocuparse por la incidencia que, sobre los procesos de inversión, tienen las restricciones financieras a las que se ven sujetas las empresas en mercados imperfectos de capitales. Así, Guerard, Bean y Andrews (1987), y Guerard y Vaught (1989), encuentran interdependencias entre las diferentes decisiones financieras empresariales.

La decisión de inversión se vincula, pues, a factores reales y financieros y, deberíamos añadir, también a variables políticas y sociales. Sin duda, lo determinante son factores reales; tanto los vinculados a la función de producción, y ello debido al tramo en que nos encontremos sobre la misma (decreciente o creciente), como los vinculados al hecho de que la utilización de bienes durables (inversión) permita economizar mano de obra, materias primas o energía; o los vinculados a los mercados de productos y de factores. Por ello, el estudio de las posibilidades de mercado es la primera condición para la inversión. El proceso que inicia la decisión de inversión se explica por las expectativas que encierra la demanda de un bien o servicio. Es la hipótesis del acelerador, que nos indica cómo la demanda continuada de un bien, una vez aisladas las variaciones coyunturales, y teniendo en cuenta la

capacidad utilizada, fuerza el proceso de inversión. Es el principio de permanencia y de capacidad utilizada el que fundamenta el acelerador para explicar la decisión de inversión. A escala microeconómica, la demanda que impulsa la inversión debe considerar no sólo los bienes y productos existentes, sino el estudio del potencial de necesidades (manifestadas o creadas) a cubrir, siendo este punto el más relevante en la empresa actual.

Dentro de las limitaciones financieras, conviene separar las que vienen impuestas a las empresas por los mercados financieros. La financiación interna, una vez obtenida, parece también condicionada por la estructura de propiedad y por el peso que representan los accionistas o la dirección en las decisiones, dadas las imperfecciones de los mercados financieros. El mercado bursátil está limitado, a largo plazo, por la política de dividendos seguida por la empresa, por el volumen del mercado y por la propia actuación del sector público como posible cliente. En el mercado crediticio, las limitaciones afectan a la cuantía de los fondos, por la propia capacidad para generar recursos de la empresa y por sus riesgos financiero y económico.

Con respecto a las limitaciones sociales, ya Ragnar Nurkse (1960) señalaba que «el capital es una condición necesaria, pero no suficiente, para el progreso. El desarrollo tiene mucho que ver con la capacidad humana, con las aptitudes sociales, con las condiciones políticas y con los accidentes históricos». La inversión no es consecuencia de un proceso mecánico ni de una elección aislable que se refleje en la acción de una o de varias variables. Por tanto, su explicación

con base en las variables reales o financieras resulta incompleta, incluso admitiendo la interdependencia de los flujos financieros. La dirección aparece como miembro dominante y clave de la decisión de inversión, en función de su papel de coordinador y poseedor de información. Por ello, una variable clave del proceso de inversión es la determinada por la aptitud de la dirección, la confianza en el entorno y los efectos de la decisión de inversión sobre el grupo dominante en la empresa.

2. Ahorro e inversión en la empresa

Aunque la economía financiera de la empresa no nos proporcione una teoría acabada del ahorro empresarial, que explique las interacciones que se producen entre las decisiones de inversión y autofinanciación, es bien conocida por los analistas financieros la existente entre el crecimiento de la empresa, su potencial de beneficio y, por ende, su capacidad de endeudamiento y autofinanciación. De hecho, el logro de una tasa de crecimiento financieramente sostenible depende de la financiación interna disponible.

Las razones explicativas de la supuesta relación ahorro-inversión vienen determinadas, como ya se ha comentado, por: *a)* imperfecciones del mercado de capitales, y *b)* discrecionalidad de los directivos.

a) Las imperfecciones del mercado de capitales

Las imperfecciones que implican una relación entre variables financieras y reales se unen a la existencia de información asimétrica entre prestamistas y pres-

tatarios, a factores de comportamiento de los intermediarios ante las decisiones de financiación y a la existencia de un orden de utilización o de jerarquización por los responsables de los medios disponibles.

En situaciones de información asimétrica, la financiación interna es menos costosa que la externa y, por ello, la capacidad de ahorro afecta a la inversión, en cuanto que hace posible su financiación a menor coste, sin enfrentarse a políticas de restricciones cuantitativas de medios. Igualmente, al existir unas relaciones normativas de estructura de capital, el ahorro amplía la capacidad de endeudarse y a menor coste, en función del grado de capitalización que refleje su estructura de capital.

En un trabajo reciente (FEDEA, 1990), se señala que ante «la información asimétrica entre prestamistas y prestatarios, hay un diferencial entre el coste de los recursos internos y el de financiación externa, de manera que los recursos generados por la empresa afectan positivamente a la inversión a través de dos vías: en primer lugar, porque una mayor autofinanciación permite a la empresa evitar los mercados de capitales, donde no sólo captaría los recursos a un coste más elevado, sino que además podría enfrentarse a restricciones cuantitativas del crédito; en segundo lugar, porque en el caso de tener que endeudarse, la empresa soportará un tipo de interés menor (una prima inferior) cuanto mayores sean sus recursos».

El cambio en los resultados empresariales puede ampliar los efectos de los cambios de la coyuntura, al acentuar el ciclo, dada la dependencia de la inversión de la capacidad de generar re-

ursos; en especial, en el caso de las empresas pequeñas, que tienen una mayor dificultad para captar financiación externa, lo que las hace depender fundamentalmente de su propia capacidad de autofinanciación y del crédito bancario (FEDEA, 1990, pág. 4).

Sin embargo, parece lógico esperar que el efecto de los factores financieros sobre la actividad real no sea el mismo para todas las empresas, sino que dependa de su mayor o menor grado de holgura financiera. Así, en las empresas con holgura financiera, en el sentido de que dispongan de suficientes recursos internos o que por su estructura de endeudamiento puedan acceder a fondos externos con un menor coste, dicho efecto debería ser menor que en las que tengan menor grado de holgura financiera (5).

b) La discrecionalidad de los directivos

La teoría financiera de la empresa centra su atención en las relaciones que se establecen entre los diferentes grupos aportantes de fondos, accionistas internos y externos a la dirección, y obligacionistas y acreedores. En el fondo, plantea la separación entre gerentes-propietarios y/o directivos que controlan la empresa y el resto, dado que los primeros puede tener intereses diferentes, así como mejor información que el resto de los participantes externos. El problema es de divergencia de intereses, de existencia de información asimétrica y de imposibilidad de controlar sin costes el comportamiento de los directivos. Jensen y Meckling (1976, pág. 343) utilizan el término estructura de propiedad en vez de estructura de capital, en cuanto que, más que hablar de tasa de endeudamiento, se debe

mencionar el porcentaje de acciones poseído por la dirección.

La relación entre inversión y disponibilidad de fondos viene explicada, en el contexto de la teoría de la agencia, por el hecho de que la deuda, como consecuencia de los compromisos financieros que implica, reduce los incentivos de la dirección para proceder a una asignación ineficiente de recursos. Es decir, la deuda disminuye la discrecionalidad directiva y, en parte, sustituye a la decisión de dividendos. El mayor *cash-flow* disponible por la dirección motiva la realización de proyectos de menor rentabilidad, pues las consecuencias negativas no afectan a la dirección salvo en el caso de existencia de un control externo de ésta. Además, estas decisiones de inversión pueden ser compatibles con los objetivos de los directivos, al existir disímiles funciones de objetivos entre dirección y propiedad.

Igualmente, conforme a la teoría del orden de jerarquía (*pecking order*), los beneficios retenidos son el primer medio que utiliza la empresa, seguido de la emisión de deuda, que es, a su vez, preferible a la emisión de capital propio.

Vinculado a este tipo de análisis, está el denominado crecimiento sostenible y la tasa de solvencia de equilibrio. Bajo el primer análisis, se constata que el crecimiento financieramente sostenible viene determinado por el producto de la rentabilidad de los fondos propios por la tasa de retención de beneficios. Se considera crecimiento sostenible aquel que se mantiene sin alterar la estructura vigente del endeudamiento de la empresa.

Como una variante del análisis se pueden considerar los estu-

dios del comportamiento de la autofinanciación (Courbis, 1988) que analizan el comportamiento de ésta como tasa de equilibrio, o tasa necesaria para mantener la solvencia de la empresa (cuando el ahorro es suficiente para hacer frente a las amortizaciones financieras), y demuestran que dicha tasa de equilibrio depende de dos factores: el ritmo de crecimiento de las inversiones de la empresa y el período medio de vida de la deuda; del tal forma que cuanto mayor es la tasa de crecimiento de la inversión y mayor la duración de la deuda, menor es la tasa de autofinanciación necesaria para mantener el equilibrio financiero.

Courbis desarrolla un modelo de equilibrio que intenta determinar la autofinanciación que cumple con el objetivo de solvencia. Se parte de la hipótesis de que el comportamiento del empresario es un comportamiento de solvencia: «Una vez asegurada la remuneración del capital, el beneficio no distribuido ha de ser, en todo instante, suficiente para hacer frente a los reembolsos de los préstamos de los instantes t ».

En este punto es en el que el comportamiento de los intermediarios financieros, en cuanto a los plazos de la financiación, puede influir en la solvencia de la empresa. Igualmente, las caídas en el ritmo de crecimiento repercuten sobre la solvencia, al exigir mayores tasas de autofinanciación para mantener aquélla en la empresa.

En épocas de alto ritmo de crecimiento, el mantener bajas tasas de autofinanciación es compatible con la solvencia. Por ello, para comparar los balances y las estructuras de capital de las empresas, se deben eliminar las diferencias inducidas por el ritmo

de crecimiento. Los análisis estáticos no tienen en cuenta en el cálculo de la solvencia las dos variables clave: ritmo de crecimiento y estructura de la deuda en sus períodos medios. Dichos análisis tienden a presentar como modelos, como se ven en las supuestas *ratios* normativas —reglas de oro—, las estructuras de países orientados al mercado de valores, con menores ritmos de crecimiento que los países como el nuestro, que se encuentra en una situación intermedia a ese respecto.

IV. LA EVOLUCION DE LOS EXCEDENTES DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Ante el análisis de los datos de la Central de Balances del Banco de España, se deben diferenciar varios grupos o agregados: total empresas, empresas privadas y empresas públicas (reguladas en muchos sectores y afectadas por decisiones administrativas en su capitalización); y, dentro de las empresas privadas, empresas del sector energía (como paradigma de sector regulado) y resto del sector privado, o sector privado propiamente dicho. Para facilitar la comprensión, los comentarios se refieren básicamente a los datos del conjunto de empresas, con diversas menciones a la singularidad del sector privado. Se toma como base el *Informe* de la Central de Balances del Banco de España de 1990 y el trabajo de los profesores Azofra y Fernández (1992).

En los datos referidos a los años 1983-1990, se pueden diferenciar tres fases:

1) hasta 1984, en la que la evolución del ahorro presenta tasas decrecientes y caída de la inversión;

2) 1984-1988, etapa de recuperación, capitalización de la empresa y mejora de la rentabilidad;

3) 1988-1991, inicio del declive de las tasas de ahorro, ralentización de la inversión y caída de la rentabilidad (el cambio de tendencia para la empresa privada se adelanta a 1987).

Conforme a los objetivos del trabajo, los indicadores básicos del excedente los concretaremos en: a) *beneficio y ahorro*, y b) *rentabilidad económica y financiera*.

1. Beneficio y ahorro en la empresa

El beneficio neto después de impuestos de la empresa privada en el período 1983-1988 tuvo un crecimiento medio anual del 46 por 100, frente al 9,3 por 100 en 1989 y -24,5 por 100 en 1990. Su margen sobre ventas ha pasado de -0,7 por 100 en 1982 a 6,4 por 100 en 1989, y a 4,6 por 100 en 1990.

Los recursos generados, como indicador del ahorro bruto, evolucionaron con tasas de crecimiento del 25,25 por 100 en el período 1983-1988, del 10 por 100 en 1989 y del -5,3 por 100 en 1990. En concreto, el componente de ahorro o autofinanciación ha pasado de una tasa de crecimiento real del 30 por 100 (1983-88) al 9 por 100 en 1989 y al -6 por 100 en 1990.

La autofinanciación ha perdido peso en el reparto de los recursos generados, aunque en los valores relativos mantiene una cierta estabilidad: impuesto sobre beneficios, 15,2 por 100; distribución de dividendos, 18,3 por 100; y autofinanciación, 66,5 por 100. Sus componentes de beneficio no distribuido y de amortización

tienen un disímil comportamiento en el período.

Por su parte, la formación bruta de capital, o inversión, presenta tasas de variación del 18 por 100 en 1989 y del 16,1 por 100 en 1990 (en capital fijo, valores próximos al 24 por 100). Ello puede venir explicado por la rentabilidad de los proyectos marginales de inversión, que se mantiene superior al coste del capital; por los aumentos del precio relativo del trabajo y sus rigideces estructurales, que fuerzan la sustitución de mano de obra por equipo productivo, y por los proyectos ya aprobados y en curso de realización. Como consecuencia del crecimiento de la inversión, el inmovilizado neto ha aumentado en casi tres puntos porcentuales su peso sobre el activo total, al tiempo que las amortizaciones y provisiones lo hacían en casi nueve puntos. Ante la caída del ahorro, el mantenimiento de la inversión lleva unido un endeudamiento de la empresa, pues el mercado de capitales —la Bolsa—, dada su situación y atonía, no se presenta como fuente de fondos alternativa. Por ello, el endeudamiento pasa del 43,7 al 44,3 por 100 en la empresa privada, y del 46 al 47 por 100 en la empresa pública, entre 1989 y 1990. Frente a este aumento de la deuda, debemos reconocer que en dicho período (1982-1989) se produce una fuerte capitalización, con un aumento de la participación de los fondos propios desde el 48,9 por 100 en 1982 al 55,8 por 100 en 1989, y al 55,7 por 100 en 1990. En el sector privado, excluida energía, se alcanzó el 66 por 100 en fondos propios. Este proceso se debe a la política de retención de beneficios. Las reservas representaban el 9,02 por 100 del pasivo en 1982, el 26 por 100 en 1989-

1990 (de nuevo, si se excluye el sector energía alcanzan el 35,5 por 100). El recurso a la financiación interna aumentó paulatinamente a lo largo del período, hasta situarse en tasas próximas al 60 por 100 en términos de recursos generados, y al 40 por 100 en términos de financiación externa.

Unido a lo anterior está el estudio del crecimiento financieramente sostenible de la empresa; es decir, la capacidad de crecer la empresa sin alterar su situación y estructura de endeudamiento. Dicha tasa viene determinada por la rentabilidad financiera o de los fondos propios y por la tasa de retención de beneficios. En dicho crecimiento sostenible, podemos separar dos componentes, extrínseco e intrínseco. En el período, el crecimiento financieramente sostenible de la empresa pasa de valores del 1 por 100 (1985-1986) a valores próximos al 7 por 100 en el período 1988-1989. (En 1988, es el momento de mayor aportación del crecimiento externo —1,56 por 100— o aprovechamiento del efecto apalancamiento).

2. Análisis de la rentabilidad de la empresa española

El estudio de la rentabilidad de la empresa española se centra en analizar la rentabilidad económica y la financiera, como indicadores de la rentabilidad contable, y en determinar la relación entre la rentabilidad financiera, o rentabilidad de los fondos propios (RFP), y el valor de mercado de dichos fondos propios, para comprobar si la RFP puede utilizarse como indicador de la creación de valor en la empresa.

2.1. Análisis de la rentabilidad económica

La rentabilidad económica del total de empresas privadas ha evolucionado desde el 8,75 por 100 de 1982 al 13,9 por 100 de 1988, año en el que se produce una ligera inflexión, para pasar a ser del 14 por 100 en 1989 y del 11,9 por 100 en 1990. En 1991, presenta una caída que la hace retornar a los valores del período 1986-1987. Entre los factores determinantes de esta variación, destaca el efecto margen, que, salvo en 1985 y 1987, ha sido el factor que más ha contribuido al crecimiento de la rentabilidad económica. Dentro de la rotación, es significativa la mejora en la rotación del activo circulante; y sin duda, en el margen económico (beneficio más gastos financieros sobre ventas), el componente más significativo ha sido el beneficio/ventas, como consecuencia de la caída de los gastos financieros.

La rentabilidad de la empresa se puede medir, con las limitaciones ya comentadas, por dos *ratios*: rentabilidad económica, o de los activos, y rentabilidad financiera, o de los fondos propios. Centrando el análisis en la empresa privada, la rentabilidad económica era del 8,7 por 100 en 1982, y presenta sus cotas máximas del 13,9 por 100 en 1988 y del 14,1 por 100 en 1989, en tanto que en 1990 era del 11,9 por 100. (En 1991, retorna a los valores del período 1986-1987, con una caída significativa).

En el caso de la empresa privada, excluido el sector energía, la rentabilidad económica ha evolucionado desde el 10,10 por 100 en 1982 hasta el 17,96 por 100 en 1988, y el 17,52 por 100 en 1989. Esta continua mejora, salvo la leve caída de 1989, viene

explicada por el incremento del margen y de la rotación, siendo sin duda muy significativa en el aumento de la rotación la mejora de la eficiencia en el uso de los capitales circulantes. Dentro del margen, conviene destacar que el beneficio sobre ventas ha evolucionado de un 1,04 por 100 a un 6,48 por 100 en 1988, y a un 6,36 por 100 en 1989.

2.2. Rentabilidad contable de los fondos propios

El análisis de la rentabilidad de los fondos propios refleja la evolución de dicha rentabilidad, que de ser el 2,3 por 100 en 1982 pasa al 15 por 100 en 1988, el 14,8 por 100 en 1989 y el 10,6 por 100 en 1990. Esta caída es más fuerte en la empresa pública. Este cambio se debe a la mejora en la rentabilidad económica, dado que a partir de dicho año la empresa ha disminuido continuamente, salvo en el último año, su endeudamiento. El coste de la deuda presenta un cierto estancamiento a partir de 1985, con un ligero incremento en los dos últimos años (12,5 por 100 en 1988, 13,1 por 100 en 1989 y 13,5 por 100 en 1990).

Si se compara la rentabilidad económica de los activos con el coste aparente de la deuda (sin considerar su deducibilidad fiscal) se ve que en todo el período 1982-1990 ha sido mayor el coste de la deuda que la rentabilidad de las inversiones. En las empresas privadas, ese hecho no se produce en el período 1987-1989, aunque se recupera en 1990. Una cuestión de lógica financiera es la de analizar por qué la empresa fuerza su capitalización justo cuando tiene un efecto apalancamiento positivo; es decir, ¿por qué no aprovecha el efecto palanca en dicho período? La res-

puesta está unida a la memoria histórica del período de crisis, al miedo a los efectos de las restricciones crediticias y a la discrecionalidad de la dirección, dado que el aumento de fondos propios implica una mayor autonomía.

Este análisis presenta diferencias muy significativas por ramas de actividad. Por ejemplo, en cuanto al ahorro, la rentabilidad y la capitalización se pueden diferenciar: industrias alimentarias, construcción y comercio. Atendiendo al endeudamiento, los sectores regulados, como energía, transportes y comunicaciones, son los que tienen mayores índices.

En el estudio de la rentabilidad financiera del conjunto de la empresa privada, excluida energía, es donde sin duda quedan más patentes el ciclo y la evolución de la rentabilidad de la empresa. Así, de una rentabilidad financiera del 3,04 por 100 en 1982 se pasa al 20,1 por 100 en 1988, al 18,62 por 100 en 1989, y al 15,1 por 100 en 1990; con un claro efecto apalancamiento positivo a partir de 1986.

NOTAS

(1) Un análisis alternativo puede verse en el trabajo del profesor SALAS (1991).

(2) Véase el trabajo de AZOFRA y FERNÁNDEZ ALVAREZ (1992). En la base de esta corriente del análisis económico, se encuentra el denominado modelo del acelerador flexible, inicialmente propuesto por Clark en 1917, reformulado después por Chenery en 1952 y Koych en 1954 y, posteriormente, aplicado a la investigación empírica por Hall y Jorgenson en 1967.

(3) Véase, por ejemplo, el *survey* de JORGENSEN (1971).

(4) Un estudio empírico acerca de las interrelaciones de las decisiones de inversión, financiación y dividendos en la empresa española puede verse en AZOFRA y MIGUEL (1990).

(5) M. ARRAZOLA (1992), al analizar la relación o influencia de las variables financieras sobre la actividad real, concluye que el nivel de endeudamiento y su composición tienen un efecto negativo sobre la demanda de empleo, pero sólo en aquellas empresas con una mayor probabilidad de enfrentarse a restricciones fi-

nancieras. En estas empresas, las variables que reflejan su situación financiera, al ser empleadas por los prestamistas como indicadores inversos de solvencia, tienen un efecto negativo sobre el empleo, ya que cuanto más endeudadas están, a mayor plazo y con mayor dependencia del crédito bancario más dificultades encontrarán para financiar sus decisiones de empleo. Podemos concluir, por tanto, que la situación financiera de las empresas tiene un importante efecto sobre sus decisiones reales en aquellas empresas con mayor probabilidad de enfrentarse a restricciones financieras; de ahí que deba tenerse en cuenta al analizar decisiones de las empresas tales como la inversión y el empleo.

BIBLIOGRAFIA

- ARRAZOLA, M. (1992), «Efecto de los factores financieros sobre el empleo usando datos de empresas», FEDEA, *Documento 92 03*.
- AZOFRA, V., y FERNÁNDEZ ALVAREZ, A. I. (1992), «Beneficios empresariales, autofinanciación e inversión», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, número 52/53.
- AZOFRA, V., y MIGUEL, A. (1990), «La interrelación de las decisiones de inversión, financiación y dividendos en la gran empresa industrial española», *Esic-Market*, n.º 69, julio-septiembre, págs. 115-139.
- COURBIS, R. (1988), «Le comportement d'autofinancement des entreprises», *Economie Appliquée*, diciembre, págs. 759 y siguientes.
- DRYMES, P. J., y KURZ, M. (1964), «On the dividend policy of electric utilities», *Review of Economics and Statistics*, 46-76-81.
- FEDEA (1990), *Boletín*, 14 de octubre.
- GUERARD, J. B.; BEAN, A. J., y ANDREWS, S. (1987), «R&D management and corporate financial policy», *Management Science*, 33, 1419-1427.

- GUERARD, J. B., y VAUGHT, H. T. (1989), «Interdependences of financial decisions. A strategic planning model», *Handbook of financial modeling*, Chicago Probus Publications, páginas 167-190.
- JENSEN, M. C., y MECKLING, W. H. (1976), «Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, octubre, páginas 305-360.
- JORGENSEN, D. W. (1971), «Econometric studies of investment behaviour: A survey», *Journal of Economic Literature*, n.º 9, págs. 1111-1147.
- MEYER, J. R., y KUH, E. (1966), *Investment decision. An empirical study*, Harvard University Press, Cambridge, págs. 192 y siguientes.
- RAGNAR NURKSE (1960), *Problemas de formación de capital*, 2.ª ed., FCE, México, pág. 9.
- SALAS FUMAS, V. (1991), «Sobre la relación entre beneficio contable y económico», *Revista Española de Economía*, vol. 8, n.º 1, página 6180.