

BENEFICIOS EMPRESARIALES, AUTOFINANCIACION E INVERSION

El objetivo de este artículo de **Valentín Azofra Palenzuela** y **Ana Isabel Fernández Álvarez** es analizar el comportamiento inversor de la empresa española durante el período 1982-1990, en relación con los beneficios conseguidos y con su política de financiación, basándose en información de la Central de Balances del Banco de España. Pretenden, pues, los autores realizar un análisis financiero de la naturaleza u origen de los recursos generados por la empresa española en el período de referencia, así como de su empleo y distribución, tratando de poner de manifiesto la vinculación entre beneficio y ahorro empresarial, así como las relaciones de dependencia entre éste y la inversión.

I. INTRODUCCION

AUNQUE la economía financiera de la empresa no nos proporciona una teoría 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 críticamente de la financiación interna disponible.

Los modelos económicos dedicados al estudio de la inversión empresarial han solido encuadrarse, por lo general, en el marco de la teoría neoclásica de la acumulación óptima del capital propuesta por Jorgensen (1963, 1967). De acuerdo con esta teoría (1), el *stock* de capital deseado a escala de empresa viene determinado por los precios de los factores y la tecnología, sin

que, al respecto, se atribuya influencia relevante a variables tales como el *cash-flow*, la financiación interna o cualesquiera otra de naturaleza financiera. La investigación empírica realizada (2) proporciona cierta evidencia en este sentido, y parece identificar como principales determinantes del nivel deseado de capital a diferentes dimensiones del grado de utilización de la capacidad —como la diferencia entre capacidad y *output*— o a las variaciones en este último. Por el contrario, las variables representativas de la financiación interna, de la capacidad de endeudamiento o de la liquidez de la empresa no parecen mostrarse como determinantes significativos del *stock* de capital deseado cuando en los modelos de inversión se incluyen también variables representativas de la utilización de capacidad. Tan sólo en algunas investigaciones se ha encontrado evidencia empírica acerca de la influencia de los tipos de interés, en cuanto variable de financiación externa, sobre el nivel deseado de capital, aunque subordinada

siempre al poder explicativo de las variables de utilización de capacidad.

Estos resultados parecen consistentes con el modelo básico de la moderna teoría financiera de la empresa, pues, como Modigliani y Miller (1958) probaron formalmente con sus conocidas proposiciones I y III, en mercados perfectos de capitales las decisiones de inversión y financiación son independientes. Ahora bien, cuando la decisión de inversión se plantea en un ambiente de imperfecciones del mercado, la decisión de financiación se torna relevante y se producen interdependencias de una decisión con otra (3), como la moderna teoría financiera ha puesto también de manifiesto. Desde esta perspectiva, investigaciones más recientes han comenzado a preocuparse por la incidencia que sobre los procesos de inversión ejercen las restricciones financieras a que en mercados imperfectos de capitales se ven sujetas las empresas (4). Comienza a emerger, así, una nueva línea de análisis que intenta combinar la investigación empírica basada en el modelo neoclásico de Jorgensen con las más recientes modelizaciones de los mercados de capitales en condiciones de incertidumbre e información asimétrica (5).

En las líneas que siguen, nuestro propósito es mucho más limitado, pues, tras esta breve introducción teórica encaminada a centrar la cuestión, nos proponemos simplemente analizar el comportamiento inversor de la empresa española durante el período 1982-1990 en relación con los beneficios obtenidos y con su política de financiación. Todo ello a la luz de la información y de los resultados publicados recientemente por la Central de Balances del Banco de España re-

feridos al total de empresas no financieras incluidas en la muestra de dicho organismo. Pretendemos, en consecuencia, realizar un mero ejercicio de análisis financiero orientado a examinar la naturaleza u origen de los recursos generados por la empresa española durante el período considerado, así como su empleo y distribución, que arroje luz tanto sobre la vinculación existente entre el beneficio y el ahorro empresarial como sobre las relaciones de dependencia entre este último y la inversión.

II. BENEFICIOS EMPRESARIALES Y AUTOFINANCIACION

Tras la crisis económica de los años setenta, que trajo consigo una fuerte caída del excedente y de la tasa de inversión empresarial, la empresa española ha vi-

vido durante los años 1982-1990 un período de reactivación y crecimiento de la inversión autofinanciada, apoyado tanto en el saneamiento de su situación financiera como en la recuperación del excedente empresarial. Sin embargo, el comportamiento económico-financiero de la empresa española no ha sido uniforme a lo largo de dicho período, sino que ha seguido casi milimétricamente la secuencia del ciclo económico, que tuvo su punto culminante durante los años centrales del período considerado.

En un reciente trabajo publicado en esta misma revista, el profesor Valle (1991) analizaba el comportamiento del ahorro en la economía española a la luz de sus cuentas financieras y resaltaba la existencia de una clara vinculación entre el ahorro y los beneficios empresariales, tras constatar que, a lo largo del período 1980-

1990, ambas magnitudes, habían seguido una evolución paralela. Identificaba, igualmente, tres fases diferenciadas en la evolución del binomio ahorro-inversión: una primera, hasta 1984, caracterizada por una tendencia decreciente del ahorro empresarial y una caída importante de la tasa de inversión; una segunda fase, que abarca el período 1984-1986, durante la que se produce un sostenido aumento del excedente y una recuperación del proceso de inversión; y una tercera etapa, desde 1987, que marca el inicio de una nueva fase de declive del ahorro empresarial y una desaceleración del proceso de inversión, que invierte su tendencia en 1990.

A conclusiones similares llega Abad (1991) a partir, también, de la información utilizada para elaborar las cuentas financieras de la economía española referidas al período 1981-1990. En su análisis, enfatiza el importante es-

CUADRO N.º 1
ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE RESULTADOS
(Ventas = 100)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Número de empresas	2.057	2.057	3.276	4.119	5.111	6.492	7.572	7.595	6.901	4.749
VENTAS Y SUBVENCIONES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
VALOR AÑADIDO AJUSTADO AL COSTE DE LOS FACTORES	30,6	30,8	31,3	30,9	30,8	33,5	32,9	32,8	32,323	32,572
RESULTADO ECONOMICO BRUTO	10,6	11,1	12,0	12,6	13,0	14,0	14,0	14,4	13,770	13,276
RESULTADO ECONOMICO NETO	5,4	5,9	6,0	6,5	6,8	7,5	7,6	8,3	7,808	7,036
RESULTADO NETO TOTAL ANTES DE IMPUESTOS	-0,28	-0,69	-0,06	0,49	1,68	2,95	4,80	6,32	6,44	4,63
RESULTADO NETO TOTAL DESPUES DE IMPUESTOS	-0,3	-1,1	-0,6	-0,1	0,9	1,9	3,5	4,9	4,962	3,154
RECURSOS GENERADOS	4,92	4,69	6,02	6,73	8,05	9,90	10,93	11,73	11,38	10,06
IMPUESTOS	-	0,46	0,55	0,62	0,77	1,07	1,26	1,44	1,48	1,48
CAPACIDAD AUTOFINANCIACION	-	4,24	5,48	6,11	7,28	8,83	9,67	10,29	9,90	8,58
DIVIDENDOS Y OTROS	-	1,46	1,32	1,40	1,46	1,69	2,03	2,43	2,16	2,01

Fuente: Central de Balances, 1991, y elaboración propia.

CUADRO N.º 2

RECURSOS GENERADOS: BENEFICIOS EMPRESARIALES Y AUTOFINANCIACION
(Valores absolutos, miles de millones)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Número de empresas	2.057	2.057	3.276	4.119	5.111	6.492	7.572	7.595	6.901	4.749
Beneficio antes de intereses e impuestos	726,60	834,70	1.226,70	1.544,70	1.691,50	1.877,70	2.420,50	2.832,80	3.006,50	2.500,70
Gastos financieros	752,20	908,30	1.235,40	1.478,60	1.392,40	1.330,50	1.374,40	1.305,10	1.354,40	1.398,60
Beneficio antes de impuestos	- 25,60	- 73,60	- 8,70	76,10	299,10	547,20	1.046,10	1.527,70	1.652,10	1.102,10
Impuesto sobre beneficios	-	48,40	73,50	95,70	136,60	199,20	274,80	349,00	379,20	351,20
Beneficio neto	- 25,60	- 122,00	- 82,20	- 19,60	162,50	348,00	771,30	1.178,70	1.272,90	750,90
Dividendos	-	154,50	177,50	216,60	259,60	314,50	441,00	586,50	553,70	478,60
Beneficios no distribuidos	-	- 276,50	- 259,70	- 236,20	- 97,10	33,50	330,30	592,20	719,20	272,30
Dotación neta a amortizaciones	-	571,90	818,50	964,10	1.131,80	1.291,20	1.334,30	1.308,30	1.266,60	1.291,70
Autofinanciación	-	295,40	558,80	727,90	1.034,70	1.324,70	1.664,60	1.900,50	1.985,80	1.564,00
Impuestos sobre beneficios	-	48,40	73,50	95,70	136,60	199,20	274,80	349,00	379,20	351,20
Dividendos	-	154,50	177,50	216,60	259,60	314,50	441,00	586,50	553,70	478,60
Recursos generados	456,10	498,30	809,80	1.040,20	1.430,90	1.838,40	2.380,40	2.836,00	2.918,70	2.393,80

Fuente: Central de Balances, 1991, y elaboración propia.

fuerzo inversor realizado por las empresas no financieras entre 1986 y 1989 —desde el 12 por 100 del PIB al 15 por 100—, que tuvo su contrapartida en los elevados volúmenes de ahorro financiero por ellas generados, y apunta que el deterioro experimentado durante 1989 y 1990 en esta última magnitud es consecuencia del mantenimiento de altas tasas de inversión por parte de las empresas y de una reducción sustancial de su autofinanciación.

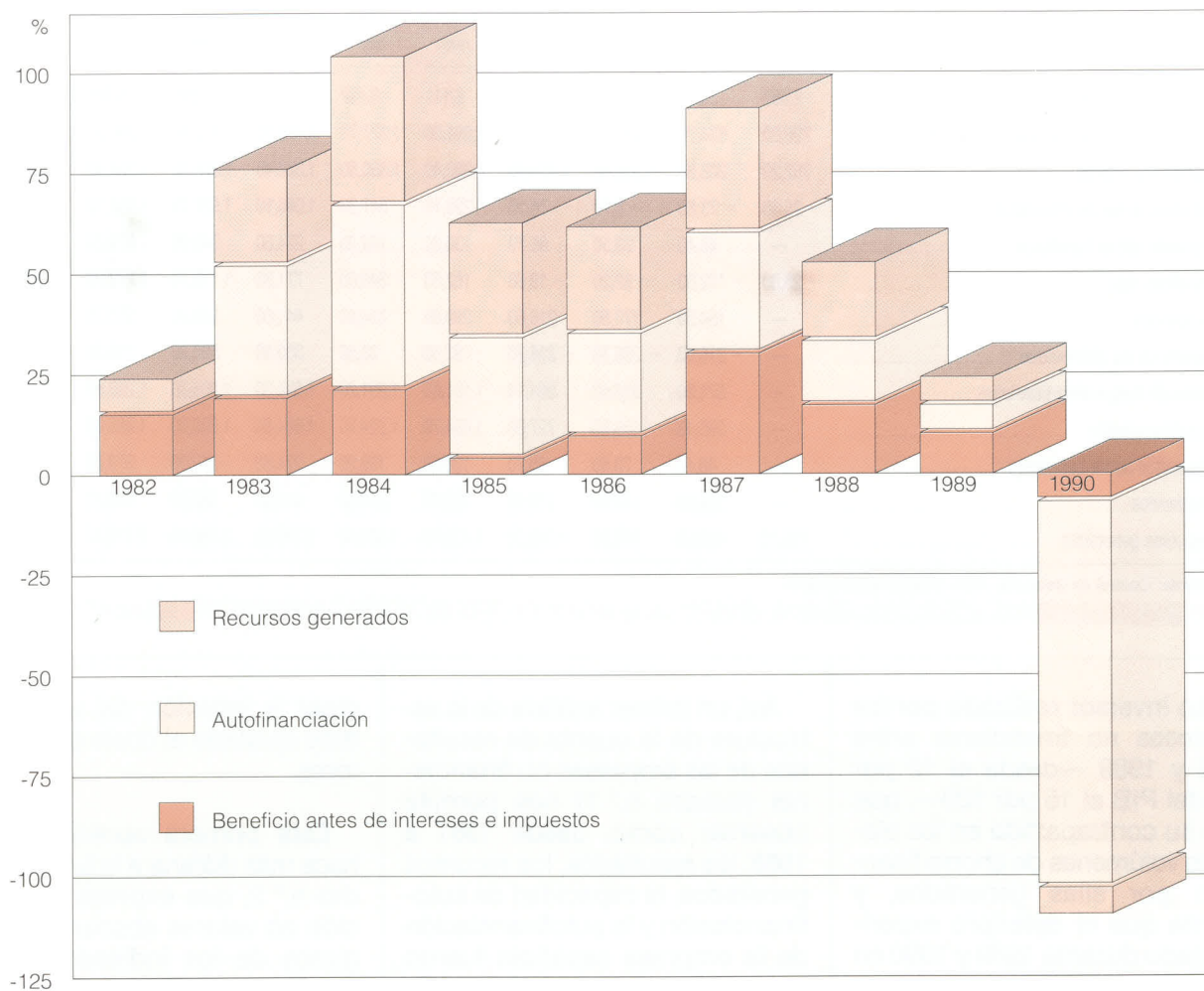
El análisis de la información presentada, en términos de contabilidad de empresa, por la Central de Balances del Banco de España (1991) constituye, como ya hemos señalado, el objeto de este trabajo, en un intento de ahondar en tales extremos y de interpretarlos desde una perspectiva más próxima a la realidad empresarial.

Así, un primer análisis de la estructura de la cuenta de resultados de las empresas no financieras (cuadro n.º 1) nos permite observar cómo, desde 1981 a 1988, los resultados, los recursos generados, la capacidad de autofinanciación y la autofinanciación de la empresa española fueron incrementando paulatinamente su peso sobre la cifra de ventas, como manifestación del proceso de recuperación y expansión experimentado por la economía española y como exponente de los elevados volúmenes de ahorro generados por las empresas no financieras durante dicho período. Esta secuencia se vio, sin embargo, bruscamente interrumpida a partir de 1989, para acelerarse en 1990, años en los que se frena la tendencia apuntada y se producen caídas porcentuales de entre uno y dos puntos en las magnitudes arriba referidas, y que, desde 1987, ya parecía anti-

cipar la inflexión del valor añadido ajustado al coste de los factores.

Esta primera apreciación se hace más diáfana a la luz del cuadro n.º 2, que expresa la evolución en valores absolutos de algunos de los indicadores más significativos de los beneficios empresariales, así como de los diferentes flujos de fondos que, a modo de cascada, engrosan también los recursos generados. A este nivel de análisis, es preciso subrayar, sobre todo, el comportamiento del beneficio empresarial agregado para las diferentes muestras de empresas anualmente formadas por la Central de Balances del Banco de España. Llama poderosamente la atención, a este respecto, el signo negativo (pérdidas) del beneficio antes de impuestos contabilizado para el total de empresas desde 1981 hasta 1983, que persiste du-

**GRAFICO 1
CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES,
RECURSOS GENERADOS Y AUTOFINANCIACION**



rante 1984 si la referencia es el beneficio neto (después de impuestos) y que, un año más tarde, alcanzaba todavía a la magnitud agregada de los beneficios no distribuidos.

La percepción del valor negativo de los beneficios no distribuidos a lo largo del período 1982-1985 contrasta fuertemente con la cifra de dividendos y con la magnitud de los beneficios netos —también negativos, pero me-

nores en valores absolutos—, y contribuye a esclarecer la política de autofinanciación seguida por las empresas españolas no financieras durante el período referido.

Como es sabido, el ahorro de las empresas viene determinado por la diferencia entre sus ingresos y sus gastos corrientes, pudiendo identificarse con el concepto de autofinanciación en su doble vertiente de autofinanciación por mantenimiento y autofi-

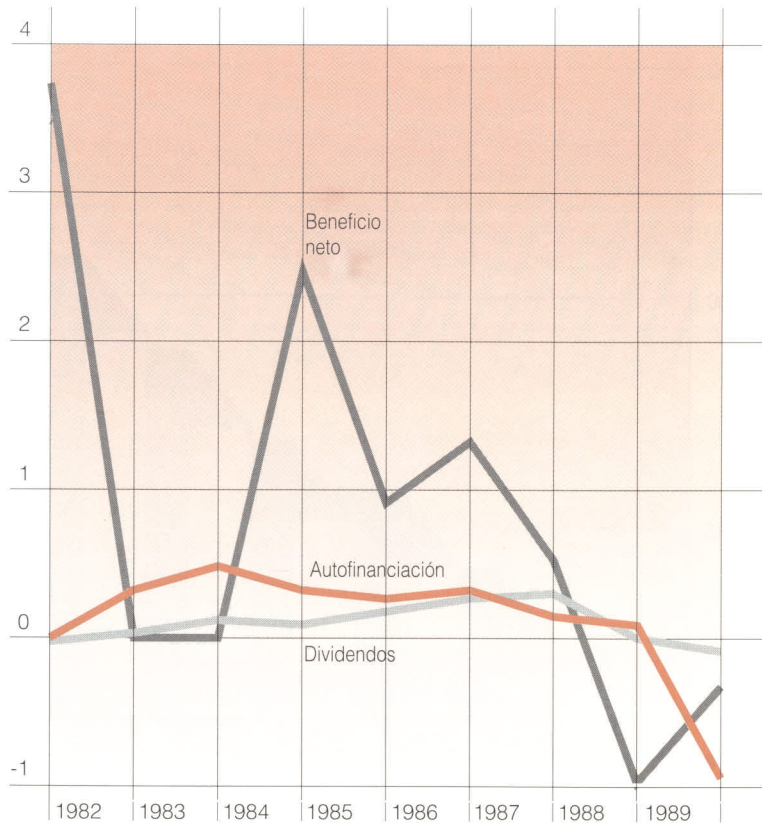
nanciación por enriquecimiento (6). En términos contables, la autofinanciación se corresponde con las amortizaciones y los beneficios no repartidos; es decir, con los fondos retenidos tanto para permitir la reposición del capital como para posibilitar nuevas inversiones o hacer frente a determinados riesgos y gastos. Los fondos retenidos para permitir la reposición del equipo capital deteriorado, por razón de su utilización o de su obsolescencia,

constituyen la autofinanciación por mantenimiento. La diferencia entre la autofinanciación total, o ahorro empresarial bruto, y la amortización, o depreciación (autofinanciación por mantenimiento), se corresponde con la autofinanciación por enriquecimiento o ahorro empresarial neto.

Los valores antes referidos (cuadro n.º 2) nos permiten constatar, en nuestro caso, cómo durante el período 1982-1985 el ahorro empresarial neto (beneficios no distribuidos) se situó en niveles negativos de resultados del reparto de dividendos, en presencia de beneficios netos negativos, para el conjunto de empresas incluidas en la muestra de la Central de Balances; niveles negativos que, en su cuantía, vienen explicados por el diferencial que en dichos años se establece entre las cifras de autofinanciación total (ahorro empresarial bruto) y dotación neta a amortizaciones (autofinanciación por mantenimiento) e, idénticamente, entre el beneficio neto y los dividendos del total empresas. Dicho en otros términos, entre 1982 y 1985, la política de autofinanciación de las empresas españolas no financieras fue efectiva tan sólo, y siempre en términos globales, en su vertiente de autofinanciación por mantenimiento, si bien los fondos detraídos por esta vía para la reposición del equipo capital se vieron mermados por los recursos dedicados al pago de impuestos y al reparto de beneficios en forma de dividendos por importe superior a la cifra de beneficios disponibles. Sin embargo, a partir de 1988 la dotación para amortizaciones decrece en términos absolutos, a pesar del aumento registrado en la inversión en capital fijo.

La evolución seguida por las

GRAFICO 2
CRECIMIENTO DEL BENEFICIO NETO
Y LA AUTOFINANCIACION

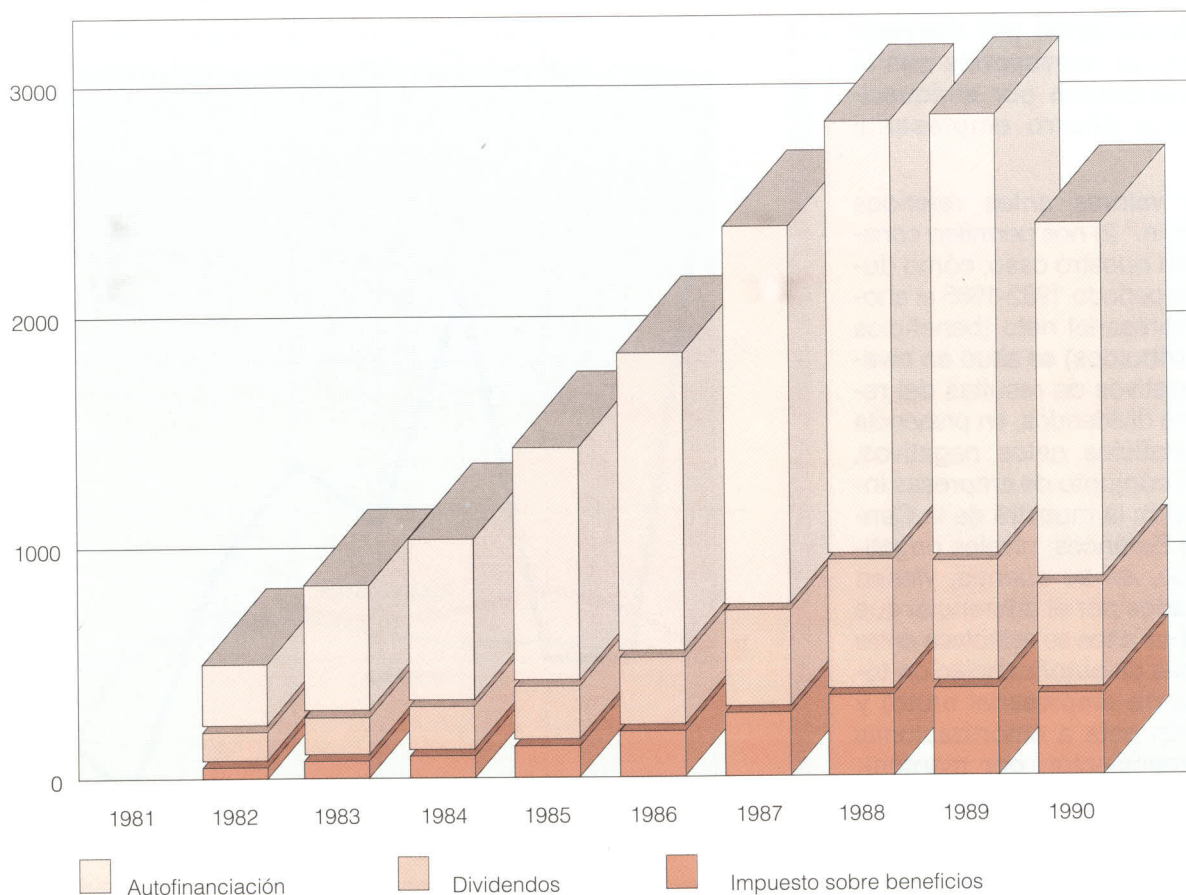


cuentas de beneficios, autofinanciación y recursos generados aparece reflejada en los gráficos 1 y 2, que muestran las variaciones experimentadas con respecto a igual número de empresas del año anterior por los valores absolutos de los conceptos reseñados. A lo largo del período, se observa la vinculación existente entre el beneficio antes de intereses e impuestos, la autofinanciación y los recursos generados por la empresa española, cuyas magnitudes evolucionan con un marcado paralelismo, registrando tasas de crecimiento sustanciales entre 1983 y 1987, y que, en tér-

minos porcentuales, alcanzan el máximo del período en 1984 (autofinanciación y recursos generados) y en 1987 (beneficio antes de intereses e impuestos). De 1987 a 1990 se inicia una brusca desaceleración del ritmo de recuperación que se refleja en las menores tasas de crecimiento de la casi totalidad de los flujos de fondos representados en el gráfico 1, y que para 1990 se tornan negativas, excepción hecha de la autofinanciación por mantenimiento.

El cuadro n.º 2 muestra también cómo, a partir de 1986, la

GRAFICO 3
DISTRIBUCION DE LOS RECURSOS GENERADOS
(Miles de millones)



autofinanciación, o financiación interna, de la empresa española no financiera comienza a nutrirse tanto de los fondos dedicados al mantenimiento del valor de los bienes de capital como de los fondos reservados para financiar su expansión o autofinanciación por enriquecimiento. Durante el período 1986-1990 esta última fue aumentando paulatinamente su peso relativo sobre la autofinanciación total de la empresa española (gráficos 3 y 4).

En suma, el volumen y crecimiento de los recursos generados y el análisis de su distribu-

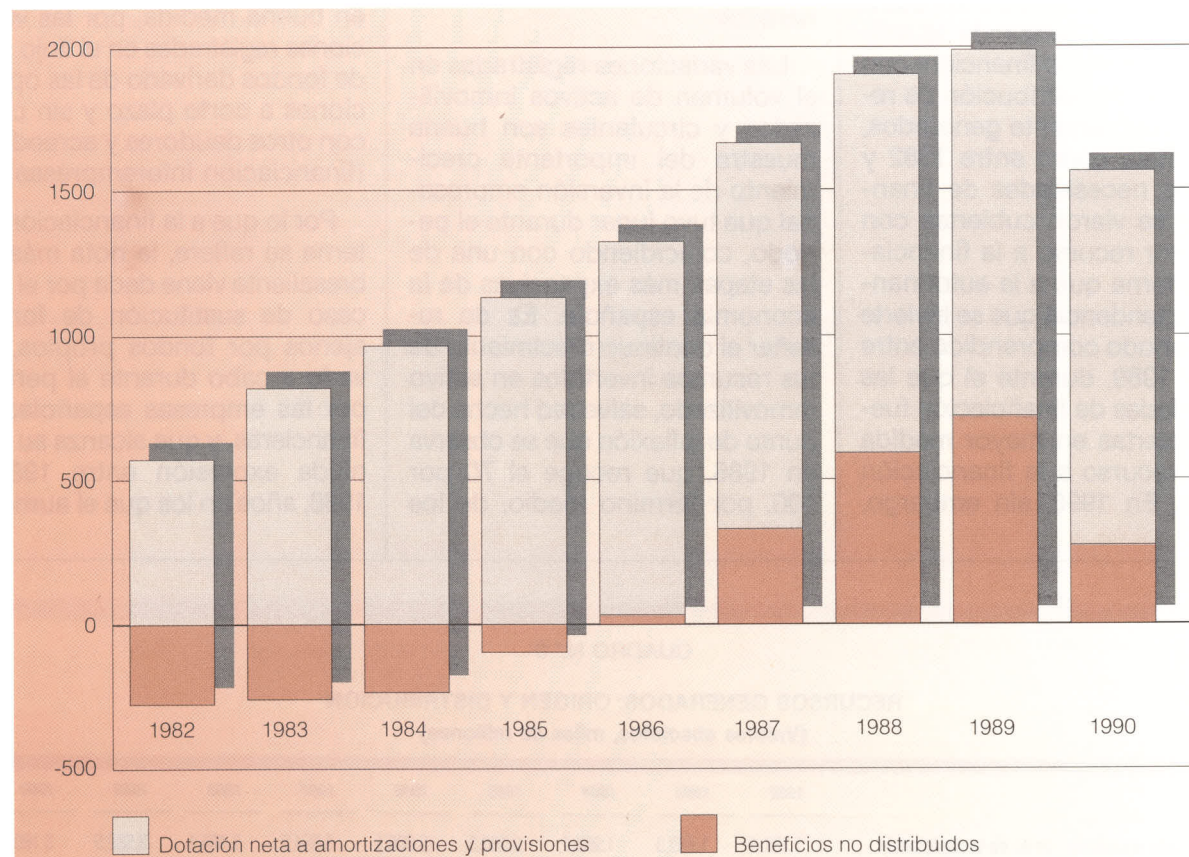
ción a lo largo de los años ochenta caracterizan a éstos como una etapa de intensa recuperación del ahorro empresarial, que alcanza su punto culminante en 1984, para volver a repuntar, tanto en términos brutos como netos, en 1987, y ya, a partir de este año, iniciarse una sostenida caída de las tasas de crecimiento de los recursos generados y de la autofinanciación que durante 1990, y por primera vez en la década, se situaron en cotas negativas.

Estas primeras precisiones se ven complementadas en el cuadro n.º 3, que enlaza la cuenta

de resultados con el estado de origen y aplicación de fondos para contraponer la distribución de los recursos generados con su origen en términos de resultados económicos, financieros y extraordinarios.

Se puede observar que, tanto en valores absolutos como relativos con respecto al mismo número de empresas del año anterior, el resultado económico bruto de la explotación aumentó de forma ininterrumpida a lo largo de todo el período, con elevadas tasas de crecimiento en el bienio 1983-1984 (17-22 por 100)

GRAFICO 4
COMPOSICION DE LA AUTOFINANCIACION
 (Miles de millones)



y prácticamente nulas en 1990 (0,02 por 100). Los resultados financieros experimentaron también una notable mejoría entre 1985 y 1989, contribuyendo positivamente al proceso de generación de recursos gracias a la reducción de los gastos financieros que, en términos relativos y absolutos, se produce a partir de 1985. Por último, se aprecia también el cambio de signo que, desde 1985 y hasta 1990, registra el epígrafe de otros resultados, en el que se incluyen los extraordinarios y de la cartera de valores, los beneficios diferidos y los

ajustes de flujos internos en recursos generados.

III. INVERSION Y FINANCIACION

La relación que durante los años ochenta han guardado entre sí la inversión y el ahorro empresarial es otra de las cuestiones por la que nos interesamos en este trabajo, y que abordamos a través del análisis del estado de origen y aplicación de fondos. El cuadro n.º 4, elaborado sobre la base de la información publicada

por la Central de Balances del Banco de España, clasifica los recursos utilizados por la empresa española no financiera en función de su origen y de su empleo. Como puede observarse, en función de su origen se distingue entre financiación externa y recursos generados internamente, y en función de su empleo o materialización, entre inversión en inmovilizado y en circulante. Esta clasificación de los recursos en función de su origen y del empleo hecho de ellos nos proporciona una visión dinámica de la estructura de inversión y finan-

ciación de la empresa, y nos permite un análisis en términos de flujos financieros de la evolución de aquélla a lo largo del período.

Enlazando el análisis del comportamiento inversor de la empresa española no financiera con el proceso de distribución de recursos internamente generados, se constata cómo entre 1982 y 1985 las necesidades de financiación se vieron cubiertas con un mayor recurso a la financiación externa que a la autofinanciación; tendencia que se invierte en el período comprendido entre 1986 y 1989, durante el que las necesidades de financiación fueron cubiertas en mayor medida con el recurso a la financiación interna. En 1990, sin embargo,

las necesidades de financiación externa volvieron a ser superiores al ahorro empresarial bruto, aunque se mantuvieron todavía por debajo de la cifra de recursos generados.

Las variaciones registradas en el volumen de activos inmovilizados y circulantes son buena muestra de la importante crecimiento de la inversión empresarial que tuvo lugar durante el período, coincidiendo con una de las etapas más expansivas de la economía española. Es de reseñar el continuo crecimiento de los recursos invertidos en activo inmovilizado, salvedad hecha del punto de inflexión que se observa en 1986, que recoge el 70 por 100, por término medio, de los

recursos obtenidos, tanto externos como internos. Las oscilaciones del incremento anual en valores absolutos de la inversión en circulante vienen explicadas, en buena medida, por las variaciones registradas en el flujo neto de fondos derivado de las operaciones a corto plazo y sin coste con otros deudores y acreedores (financiación interempresas).

Por lo que a la financiación externa se refiere, la nota más sobresaliente viene dada por el proceso de sustitución de fondos ajenos por fondos propios, llevado a cabo durante el período por las empresas españolas no financieras, y que alcanza su más nítida expresión entre 1986 y 1988, años en los que el aumento

CUADRO N.º 3

RECURSOS GENERADOS: ORIGEN Y DISTRIBUCION
(Valores absolutos, miles de millones)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Resultado económico bruto de la explotación ...	1.181,4	1.609,3	1.953,1	2.302,5	2.606,1	3.054,2	3.483,1	3.532,5	3.160,1
Resultados financieros	- 628,0	- 796,6	- 887,4	- 854,6	- 791,5	- 734,8	- 668,6	- 660,3	- 743,5
Otros resultados	- 55,1	- 2,9	- 25,5	- 17,0	- 23,8	61,0	21,5	46,5	- 22,8
Recursos generados = Recursos distribuidos	498,3	809,8	1.040,2	1.430,9	1.838,4	2.380,4	2.836,0	2.918,7	2.393,8
Impuesto sobre beneficios	48,4	73,5	95,7	136,6	199,2	274,8	349,0	379,2	351,2
Dividendos y otros	154,5	177,5	216,6	259,6	314,5	441,0	586,5	553,7	478,6
Autofinanciación	295,4	558,8	727,9	1.034,7	1.324,7	1.664,6	1.900,5	1.985,8	1.564,0
Beneficios no distribuidos	- 276,5	- 259,7	- 236,2	- 97,1	33,5	330,3	592,2	719,2	272,3
Dotación neta a amortizaciones y provisiones ...	571,9	818,5	964,11	1.131,8	1.291,2	1.334,3	1.308,3	1.266,6	1.291,7

CRECIMIENTO DE LOS RECURSOS GENERADOS

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Resultado económico bruto de la explotación ...	0,171	0,220	0,109	0,128	0,182	0,143	0,053	0,002
Resultados financieros	—	—	—	—	—	—	—	—
Otros resultados	—	—	—	—	0,250	- 0,607	0,755	—
Recursos generados = Recursos distribuidos	0,236	0,363	0,272	0,258	0,305	0,199	0,070	- 0,074
Impuesto sobre beneficios	0,134	0,232	0,324	0,409	0,354	0,277	0,155	0,082
Dividendos y otros	0,050	0,155	0,113	0,186	0,289	0,330	0,015	- 0,053
Autofinanciación	0,326	0,462	0,312	0,256	0,302	0,151	0,071	- 0,109
Beneficios no distribuidos	—	—	—	—	—	0,781	0,198	- 0,544
Dotación neta a amortizaciones y provisiones ...	0,227	0,255	0,161	0,135	0,034	- 0,008	0,010	0,115

Fuente: Central de Balances, 1991, y elaboración propia.

CUADRO N.º 4
ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS
(miles de millones)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
VARIACIONES EN EL ACTIVO INMOVILIZADO ..	1.218,4	1.680,1	1.838,8	1.941,5	1.747,4	2.180,9	2.703,1	3.102,6	2.862,3
Inmovilizado material	870,3	1.078,0	1.051,2	1.144,4	1.146,6	1.404,4	1.711,4	2.103,0	2.300,3
Intereses activados y otras revalorizaciones	174,4	280,2	400,4	308,9	244,9	227,3	169,5	123,5	107,8
Inmovilizado inmaterial	42,9	35,1	35,7	30,7	24,1	29,4	48,0	41,4	55,6
Inmovilizado financiero	102,2	137,5	147,1	304,0	206,6	389,4	623,9	751,7	324,3
Gastos amortizables	28,6	149,3	204,4	153,5	125,2	130,4	150,3	83,0	74,3
VARIACIONES EN EL ACTIVO CIRCULANTE ..	599,6	770,7	590,5	1.433,6	104,2	803,8	1.283,9	1.297,4	1.159,7
Existencias	225,8	256,5	- 45,8	110,0	- 116,5	152,1	305,7	384,0	192,1
Otros activos de explotación	196,2	281,1	160,2	143,3	120,1	163,7	217,6	196,0	301,3
Activos de fuera de la explotación	61,0	199,6	406,0	1.162,2	122,1	442,5	780,8	763,4	668,4
Tesorería	116,6	33,5	70,1	18,1	- 21,5	45,5	- 20,2	- 46,0	- 2,1
TOTAL	1.818,0	2.450,8	2.429,3	3.375,1	1.851,6	2.984,7	3.987,0	4.400,0	4.022,0
VARIACIONES EN LA FINANCIACION EXTERNA	1.319,8	1.640,9	1.389,0	1.944,4	13,4	604,1	1.151,1	1.481,3	1.628,2
Recursos propios	338,8	465,4	689,6	820,7	587,8	704,7	1.208,0	865,9	573,1
Recursos ajenos a medio y largo plazo con coste	676,0	673,3	650,2	934,5	- 441,2	- 106,9	47,4	174,1	403,8
Recursos ajenos a corto plazo	305,0	502,2	49,2	189,2	- 133,2	6,3	- 104,3	441,3	651,3
RECURSOS GENERADOS	498,3	809,8	1.040,2	1.430,9	1.838,4	2.380,4	2.836,0	2.918,7	2.393,8
Beneficios no distribuidos	- 276,5	- 259,7	- 236,2	- 97,1	33,5	330,3	592,2	719,2	272,3
Dotación neta a amortización provisional y otros ..	571,9	818,5	964,1	1.131,8	1.291,2	1.334,3	1.308,3	1.266,6	1.291,7
Impuestos sobre beneficios	48,4	73,5	95,7	136,6	199,2	274,8	349,0	379,2	351,2
Dividendos	154,5	177,5	216,6	159,6	314,5	441,0	586,5	553,7	478,6

Fuente: Central de Balances, 1991, y elaboración propia.

de los recursos propios se vio completado por la disminución en términos netos de los recursos ajenos, tanto a medio y largo plazo como a corto, con coste financiero explícito.

Estas apreciaciones se hacen más precisas cuando el estado de flujos financieros que venimos analizando se observa no en valores absolutos, sino en valores relativos, expresados en tanto por uno, sobre el total de fondos (cuadro n.º 5). Como se puede constatar, la inversión nueva en activo inmovilizado a lo largo del período se dirigió principalmente hacia el inmovilizado material, siendo también notable el peso de los intereses activados y otras revalorizaciones entre 1982 y 1986, y el del inmovilizado financiero, creciente hasta 1990.

Los recursos materializados en circulante neto respondieron a necesidades diferentes: inversión en existencias y otros activos afectos a la explotación durante los primeros años de la década, e inversión en activos de fuera de la explotación a partir de 1984. Mención aparte merecen también las aplicaciones a tesorería, cuya evolución en el tiempo parece reflejar la puesta en práctica de una política de liquidez encaminada a reducir al mínimo necesario los activos de tesorería; en especial, durante los años más recientes.

En cuanto a la estructura de financiación, el cuadro n.º 5 pone aún más claramente de manifiesto cómo el recurso a la financiación interna aumenta paulatinamente a lo largo del período, hasta hacerse máximo en 1986,

año en el que es prácticamente nulo el recurso a la financiación externa, para, a partir de ese momento, comenzar a decrecer hasta situarse en tasas próximas al 60 por 100 en términos de recursos generados y al 40 por 100 en términos de financiación externa. El proceso de saneamiento financiero coincide, en su fase de mayor intensidad, con los años en los que el recurso a la financiación externa es menor, y tiene su origen tanto en el ahorro bruto de la empresa como en la apelación casi exclusiva de ésta a las ampliaciones de capital y en las subvenciones en capital recibidas por la empresa industrial no financiera.

Con un enfoque más convencional, y tomando como punto de referencia la estructura del ba-

CUADRO N.º 5

ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS
(En tanto por uno)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
VARIACIONES EN EL ACTIVO INMOVILIZADO.	0,670	0,686	0,757	0,575	0,944	0,731	0,678	0,705	0,712
Inmovilizado material	0,479	0,440	0,433	0,339	0,619	0,471	0,429	0,478	0,572
Intereses activados y otras revalorizaciones	0,096	0,114	0,165	0,092	0,132	0,076	0,043	0,028	0,027
Inmovilizado inmaterial	0,024	0,014	0,015	0,009	0,013	0,010	0,012	0,009	0,014
Inmovilizado financiero	0,056	0,056	0,061	0,090	0,112	0,130	0,156	0,171	0,081
Gastos amortizables	0,016	0,061	0,084	0,045	0,068	0,044	0,038	0,019	0,018
VARIACIONES EN EL ACTIVO CIRCULANTE ..	0,330	0,314	0,243	0,425	0,056	0,269	0,322	0,295	0,288
Existencias	0,124	0,105	-0,019	0,033	-0,063	0,051	0,077	0,087	0,048
Otros activos de explotación	0,108	0,115	0,066	0,042	0,065	0,055	0,055	0,045	0,075
Activos de fuera de la explotación	0,034	0,081	0,167	0,344	0,066	0,148	0,196	0,174	0,166
Tesorería	0,064	0,014	0,029	0,005	-0,012	0,015	-0,005	-0,010	-0,001
VARIACIONES EN LA FINANCIACION EXTERNA	0,726	0,670	0,572	0,576	0,007	0,202	0,289	0,337	0,405
Recursos propios	0,186	0,190	0,284	0,243	0,317	0,236	0,303	0,197	0,142
Recursos ajenos a medio y largo plazo con coste	0,372	0,275	0,268	0,277	-0,238	-0,036	0,012	0,040	0,100
Recursos ajenos a corto plazo	0,168	0,205	0,020	0,056	-0,072	0,002	-0,026	0,100	0,162
RECURSOS GENERADOS	0,274	0,330	0,428	0,424	0,993	0,798	0,711	0,663	0,595
Beneficios no distribuidos	-0,152	-0,106	-0,097	-0,029	0,018	0,111	0,149	0,163	0,068
Dotación neta a amortización provisional y otros.	0,315	0,334	0,397	0,335	0,697	0,447	0,328	0,288	0,321
Impuestos sobre beneficios	0,027	0,030	0,039	0,040	0,108	0,092	0,088	0,086	0,087
Dividendos	0,085	0,072	0,089	0,077	0,170	0,148	0,147	0,126	0,119
	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

Fuente: Central de Balances, 1991, y elaboración propia.

lance de situación, procede también un análisis estático de la cuestión que nos permita concretar, en términos de saldos, las variaciones registradas en el estado de origen y aplicación de fondos. A estos efectos, el cuadro número 6, elaborado a partir del estado de equilibrio financiero que presenta la Central de Balances, resulta particularmente clarificador de los cambios registrados en la estructura de inversión y financiación de la empresa española.

En relación con la estructura de inversión, se observa que, como consecuencia de la recuperación del ahorro empresarial y del proceso reactivador de la inversión, a partir de 1985, el inmovilizado neto ha aumentado

en casi 3 puntos porcentuales su peso sobre el activo total, al tiempo que las amortizaciones y provisiones (amortización por mantenimiento) lo hacían en casi 9 puntos. Estos casi 12 puntos de incremento del inmovilizado bruto vienen explicados casi exactamente por el crecimiento de la inversión en inmovilizado material y en inmovilizado financiero (algo más de 6 puntos), aunque este último presenta un crecimiento continuado desde 1985 (aproximadamente 8,5 puntos).

La correspondiente reducción del circulante neto es el resultado de la disminución, por una parte, de las existencias (más de 5 puntos), la financiación a los clientes (más de 4,5 puntos) y los activos de tesorería (1,5 puntos) y, por

otra, de los casi 6 puntos de incremento de la financiación prestada a otros deudores.

Por el lado de la financiación, se revela cómo la financiación permanente aumenta sensiblemente durante el primer cuatrienio del período, hasta alcanzar su cota máxima (70,82 por 100) durante el ejercicio de 1984, fecha a partir de la cual comienza a perder peso en favor de la financiación a corto plazo, con la que en 1990 guardaba una relación de 67 a 33 por 100. Una evolución que ha venido también a deteriorar las relaciones de equilibrio financiero entre las masas patrimoniales de activo y pasivo, y consiguientemente, a reducir el fondo de rotación o maniobra de la empresa española no financiera.

CUADRO N.º 6

ESTRUCTURA DEL BALANCE
(En porcentaje)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
ACTIVO INMOVILIZADO NETO	60,88	60,19	64,92	65,94	62,73	63,42	63,16	63,46	64,93	66,44
Inmovilizado material	79,91	78,13	80,29	81,42	79,16	84,26	84,22	82,98	82,65	86,11
Inmovilizado inmaterial	0,69	0,84	0,80	0,81	0,83	0,89	0,89	0,91	0,90	0,85
Inmovilizado financiero	3,82	4,04	5,24	6,07	6,65	6,88	7,85	10,63	12,55	12,41
Gastos amortizables	2,35	3,25	3,23	3,11	2,10	1,73	1,95	1,74	1,45	1,57
Amortizaciones y provisiones	- 25,89	- 26,07	- 24,65	- 25,47	- 26,01	- 30,35	- 31,75	- 32,79	- 32,62	- 34,50
ACTIVO CIRCULANTE NETO	39,12	39,81	35,08	34,06	37,27	36,58	36,84	36,54	35,07	33,56
Existencias	14,35	14,08	12,41	10,93	10,39	10,06	10,08	10,22	10,05	8,98
Clientes	19,92	20,79	15,32	14,63	14,76	15,92	16,25	16,12	15,60	15,21
Otros deudores	1,53	1,25	4,14	5,20	9,08	7,53	7,43	7,52	7,14	7,28
Tesorería	3,32	3,70	3,20	3,30	3,05	3,07	3,07	2,68	2,28	1,76
Ajustes, periodificación y otros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,33
ACTIVO TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
FINANCIACION PERMANENTE	68,12	66,54	69,19	70,82	70,24	70,22	68,48	69,11	68,67	67,00
Patrimonio neto	38,91	34,64	37,68	37,54	37,28	39,10	40,43	42,95	43,80	41,97
Recursos ajenos medio y largo	29,21	31,90	31,51	33,28	32,96	31,13	28,05	26,16	24,87	25,02
FINANCIACION A CORTO PLAZO	31,88	33,45	30,81	29,18	29,76	29,78	31,52	30,89	31,33	33,00
Financiación con coste	11,61	12,25	11,71	11,59	11,78	10,74	10,12	8,77	9,26	10,70
Proveedores	12,31	13,02	9,85	8,31	8,56	9,40	9,87	9,72	9,52	9,37
Otros acreedores	7,00	7,13	8,26	8,65	8,54	9,07	10,77	11,53	12,47	12,94
Ajustes periodificación y otros	0,96	1,05	0,98	0,64	0,87	0,56	0,76	0,87	0,07	-

Fuente: Central de Balances, 1991, y elaboración propia.

El crecimiento de la financiación permanente registrado entre 1981 y 1984 viene explicado por el mayor recurso a los préstamos a medio y largo plazo de entidades de crédito. La menor apelación a la financiación bancaria durante la segunda mitad de la década, tanto a medio y largo como a corto plazo, tuvo su contrapunto en la evolución de los recursos propios, que entre 1986 y 1990 experimentaron un espectacular crecimiento de más de 6,5 puntos porcentuales. Este proceso de sustitución de recursos ajenos por recursos propios, que en términos de *stocks* de capital muestra el cuadro n.º 6, es fiel reflejo del fuerte crecimiento de los recursos generados internamente, de la mayor apelación a las ampliaciones de capital y del

mayor recurso a las subvenciones en capital, como, en términos de flujos, antes se apuntaba.

La recuperación del ahorro empresarial neto, o autofinanciación por enriquecimiento, se hace patente en el intenso proceso de acumulación de reservas que la empresa española no financiera lleva a cabo de forma continuada y que, entre 1983 y 1989, se traduce en un crecimiento superior al 300 por 100 del volumen de reservas contabilizado como patrimonio neto. El mayor recurso a las ampliaciones de capital, en detrimento del mercado crediticio, y el aumento de las subvenciones en capital, de considerable importancia a lo largo de todo el período considerado, deben contraponerse, sin embargo, a la pér-

tida de peso que registran las cuentas de actualización y revalorización con respecto a la masa de patrimonio neto, y que, en valores relativos, contrarresta casi exactamente el incremento de la cuenta de capital.

El recurso a la financiación a corto plazo, que en 1982 representaba un 31,88 por 100 de la financiación total, se situaba en cotas similares —un 31,3 por 100— a finales de 1989 y crecía hasta el 33 por 100 en el último año. Una evolución que se caracteriza por la tendencia decreciente hasta 1990 de la financiación con coste y, dentro de ésta, por el menor recurso a la financiación bancaria y al descuento de efectos, así como por una menor apelación a los créditos de

provisión y un aumento en casi seis puntos del recurso a otros acreedores financieros y no financieros.

Los cambios registrados en la estructura del balance vienen explicados por el crecimiento sostenido de la inversión en inmovilizado material y financiero, la reducción del nivel de existencias, del volumen de liquidez y de la financiación concedida a clientes, en cuanto a la estructura de inversión; y por la recuperación del ahorro empresarial (en un primer momento, en términos brutos, y luego también en términos netos), así como por un menor recurso a la financiación ajena —en especial, a la procedente de entidades de crédito y proveedores— en cuanto a la estructura de capital se refiere. A ello habría que añadir el notable crecimiento de la financiación interempresas, como se vislumbra al observar la mayor importancia relativa de los saldos de las cuentas de otros deudores, otros acreedores y préstamos a corto plazo de otros.

Este diagnóstico acerca de la situación económico-financiera de la empresa española no financiera y sobre las causas explicativas subyacentes se ve trastocado, sin embargo, por el brusco cambio de tendencia experimentado entre 1989 y 1990 —tanto en términos de flujos como de saldos— por algunas de las magnitudes más representativas de su actividad financiera. Sobresale en este sentido el espectacular recorte de los recursos generados internamente por la empresa española, con el consiguiente mayor recurso a la financiación ajena y, en particular, a la financiación a corto, y el consiguiente deterioro, también, de las relaciones de equilibrio entre las distintas masas patrimoniales.

Pero, al margen de esta inflexión en la tendencia, los años ochenta han significado para la empresa española no financiera una etapa de reactivación de su actividad y de reforzamiento de su autonomía financiera: una reactivación sustentada en la recuperación de la tasa de inversión, y un reforzamiento de su autonomía financiera basado en la recuperación del excedente y del ahorro empresarial. De resultados de este cúmulo de circunstancias, se ha acentuado el grado de intensidad del capital en la estructura de inversión de la empresa española no financiera y se ha intensificado el proceso de sustitución de recursos ajenos por recursos propios, al tiempo que se reducía el grado de dependencia del sistema bancario en cuanto atañe a la cobertura de sus necesidades de financiación. Estas percepciones parecen confirmar la tesis de que se está produciendo un cambio en el modelo de financiación de la empresa española, que vira desde una estructura de capital orientada al mercado crediticio hacia otra más orientada al mercado de valores (7).

IV. INVERSION AUTOFINANCIADA Y CRECIMIENTO SOSTENIBLE

El desarrollo de la estrategia competitiva de la empresa requiere inversiones cuya forma e intensidad dependerán de la situación y características más adecuadas en función del sector de actividad en que se sitúa la empresa. La financiación de estas inversiones revela las relaciones entre las restricciones y oportunidades que el mercado brinda, los fondos necesarios y la capa-

cidad de generar excedentes futuros, que, a su vez, determina la posibilidad de obtener nuevos fondos en un proceso de expansión sostenida.

El crecimiento absorbe recursos y aumenta la necesidad de inversiones, así como la de fondos que habrán de financiarlas. La dirección de la empresa posee cierta discreción en la asignación de los recursos necesarios, ya sea en forma de mayores beneficios retenidos, mayor endeudamiento, o recurso a financiación propia o externa. Sin embargo, la financiación del crecimiento tiene un coste de oportunidad que no es posible ignorar en un proceso racional de decisión. Al mismo tiempo, la empresa debe mantener la estructura de capital y la política de dividendos dentro de los valores que se consideran «ideales», o *ratios* «objetivo», a los que, a largo plazo, la empresa tiende a ajustarse en función de consideraciones de coste y flexibilidad fundamentalmente, y ello implica que la financiación externa no puede ser utilizada de forma indiscriminada, siendo necesario, por tanto, financiar parte de la inversión mediante ganancias retenidas, para lo cual se deben generar unos beneficios mínimos que permitan desarrollar una determinada política de dividendos acorde a las pautas del sector, y obtener los fondos internos precisos para no alterar la estructura de capital.

El establecimiento de políticas financieras congruentes con los requerimientos financieros de la empresa exige que el volumen de fondos que pueden ser invertidos y el máximo crecimiento sostenible estén claramente determinados por la estructura de capital seleccionada por la empresa y la rentabilidad de las inversiones desarrolladas por ésta.

Para completar este análisis sobre la inversión y la autofinanciación empresarial, pasamos a continuación a determinar la tasa de crecimiento sostenible del agregado empresarial utilizado en este artículo. Si denominamos g a la tasa de crecimiento sostenible de la empresa —esto es, la proporción de la rentabilidad financiera que es reinvertida en la empresa—, ésta viene dada por:

$$g = \text{RFIN} \cdot b \quad (8)$$

que, en virtud de la descomposición de la rentabilidad financiera en función de la rentabilidad económica y del efecto apalancamiento, podemos expresar como sigue:

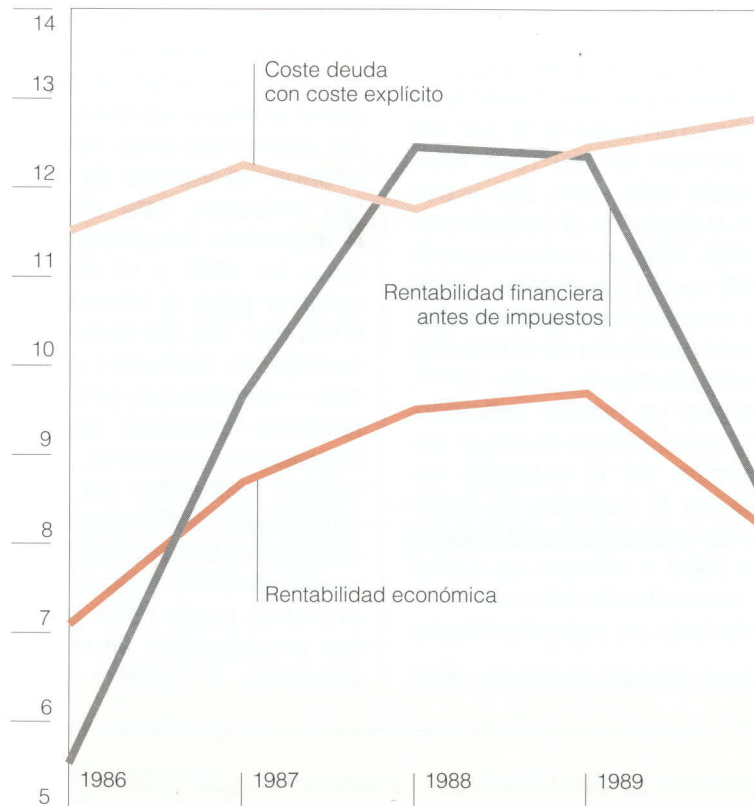
$$g = \text{REC} \cdot b + (\text{REC} - i) \frac{D}{\text{FP}} \cdot b - \frac{\text{imptos}}{\text{FP}} \cdot b$$

donde RFIN es la rentabilidad financiera de la empresa, REC la rentabilidad económica, i el coste de la deuda, D/FP el coeficiente de endeudamiento y b la tasa de retención de beneficios.

Si la empresa tiene un apalancamiento financiero amplificador, puede mejorar su tasa de crecimiento sostenible añadiendo a su crecimiento intrínseco un factor de crecimiento externo. El crecimiento externo es positivo si el coste de capital medio del endeudamiento es inferior a la rentabilidad económica.

En un plano conceptual, la fórmula anteriormente expuesta permite comprender la interacción de las políticas de la empresa para la determinación de su capacidad de crecimiento. En efecto, la composición del crecimiento sostenible refleja claramente cómo éste es el resultado final de un conjunto interrelacionado de políticas de inversión, financiación y dividendos. Ahora bien, la forma en que las empre-

GRAFICO 5
RELACION ENTRE LA RENTABILIDAD ECONOMICA
Y LA FINANCIERA
(En porcentaje)



sas crecen (utilizando mayor proporción de crecimiento intrínseco o extrínseco) viene fuertemente determinada por el medio económico de aquéllas, tanto por lo que se refiere al contexto financiero general como a las características del sector o rama de actividad en que la empresa desarrolle su actividad, y por la capacidad de autofinanciación generada por las empresas.

El análisis del crecimiento sostenible y su descomposición en sus componentes extrínseco e intrínseco, para el agregado objeto de estudio en este trabajo, reflejan la tendencia creciente de esta

tasa entre 1986 y 1990, con una ligera corrección a la baja en este último ejercicio.

El crecimiento intrínseco, producto de la rentabilidad económica y de la retención de beneficios, muestra un ritmo de crecimiento que pasa de tasas inferiores al 1 por 100 entre 1985 y 1986 (9) a valores próximos al 7 por 100 en el período 1988-1989. Los aumentos generalizados de la rentabilidad económica, como se observa en el gráfico 5, tanto en su componente de margen o rendimiento económico de las ventas como de rotación —es decir, de eficiencia en la utilización

de la capacidad productiva—, están en el origen de este comportamiento de la tasa de crecimiento interno. Situación que se apunta diferente a partir de 1989, al presentar una leve disminución la rentabilidad de la inversión.

El análisis del coste explícito de la deuda permite destacar la estabilidad en torno al 12 por 100 en el período central 1986-1988, que había sido entre dos y tres puntos superior en el período previo (1983-1985), e incluso a partir de 1989 vuelve a aumentar. Unida a esta variable, hemos de resaltar el comportamiento de la relación de endeudamiento, *ratio* D/FP, que como ya hemos señalado, no hace sino reflejar la mayor capitalización de la empresa española en el período. El coeficiente de endeudamiento pasa de 1,7 en 1982 a situarse en 1,3 en 1989, coincidiendo éste con el valor más bajo de todo el período.

Como consecuencia de estos

hechos, el crecimiento externo (cuadro n.º 7), que depende del apalancamiento financiero y de la proporción de retención de beneficios, es positivo y añade, por tanto, una prima al crecimiento intrínseco a partir de 1986. Aquél alcanza una tasa del 1,56 por 100 en 1988, momento en que se registra el mayor aprovechamiento del diferencial entre rentabilidad económica y coste de la deuda. Sin embargo, este efecto apalancamiento amplificador se reduce en 1990, y el crecimiento externo pasa a situarse en un 0,145 por 100. En cuanto al porcentaje de retención de beneficios —variable que, junto a la rentabilidad financiera después de impuestos, conforma el crecimiento sostenible del conjunto empresarial objeto de análisis—, se observa su crecimiento continuado durante todo el período, al menos hasta 1989, para mostrar un descenso en el ejercicio siguiente. El gráfico 6 permite

constatar estas afirmaciones, al tiempo que muestra la evolución en el período 1986-1990 de la tasa de crecimiento sostenible y la de sus componentes.

V. CONCLUSIONES

Los años ochenta han representado para la empresa española no financiera un período de recuperación del beneficio, con reactivación de su actividad inversora y reforzamiento de su autonomía financiera. El análisis de la información publicada por la Central de Balances del Banco de España, en su presentación de contabilidad de empresas, nos ha brindado la oportunidad de ahondar en tales extremos, averiguar las causas explicativas de determinadas pautas de comportamiento de la empresa española y esclarecer algunas percepciones sobre ésta, no siempre sufi-

CUADRO N.º 7

ANÁLISIS MEDIANTE RATIOS

	1986	1987	1988	1989	1990
Rendimiento (%) (a)	9,83	10,91	11,50	11,58	10,34
Rotación (b)	0,72	0,80	0,83	0,84	0,80
Rentabilidad económica (%) (c)	7,09	8,68	9,51	9,70	8,24
Rentabilidad financiera antes de impuestos (%) (d) ...	5,53	9,66	12,46	12,46	8,64
Rentabilidad financiera después de impuestos (%) ...	3,52	7,12	9,61	9,60	5,89
Impuestos/FP. medios	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03
Deuda/FP. medios	1,60	1,53	1,38	1,31	1,34
Coste deuda total (%) (e)	8,05	8,04	7,38	7,60	7,94
Coste deuda con coste explícito (%)	11,51	12,25	11,76	12,36	12,79
Coficiente retención (b) (f)	0,10	0,43	0,50	0,57	0,36
Crecimiento sostenible (%)	0,53	4,14	6,26	7,04	3,13
Crecimiento intrínseco (%)	0,68	3,72	4,78	5,48	2,99
Crecimiento extrínseco (%)	- 0,15	0,42	1,48	1,56	0,15

(a) Se define como el cociente entre los beneficios antes de intereses e impuestos y las ventas.

(b) Cociente entre las ventas y los activos totales medios.

(c) Se ha obtenido como cociente entre los beneficios antes de intereses e impuestos y los activos totales medios.

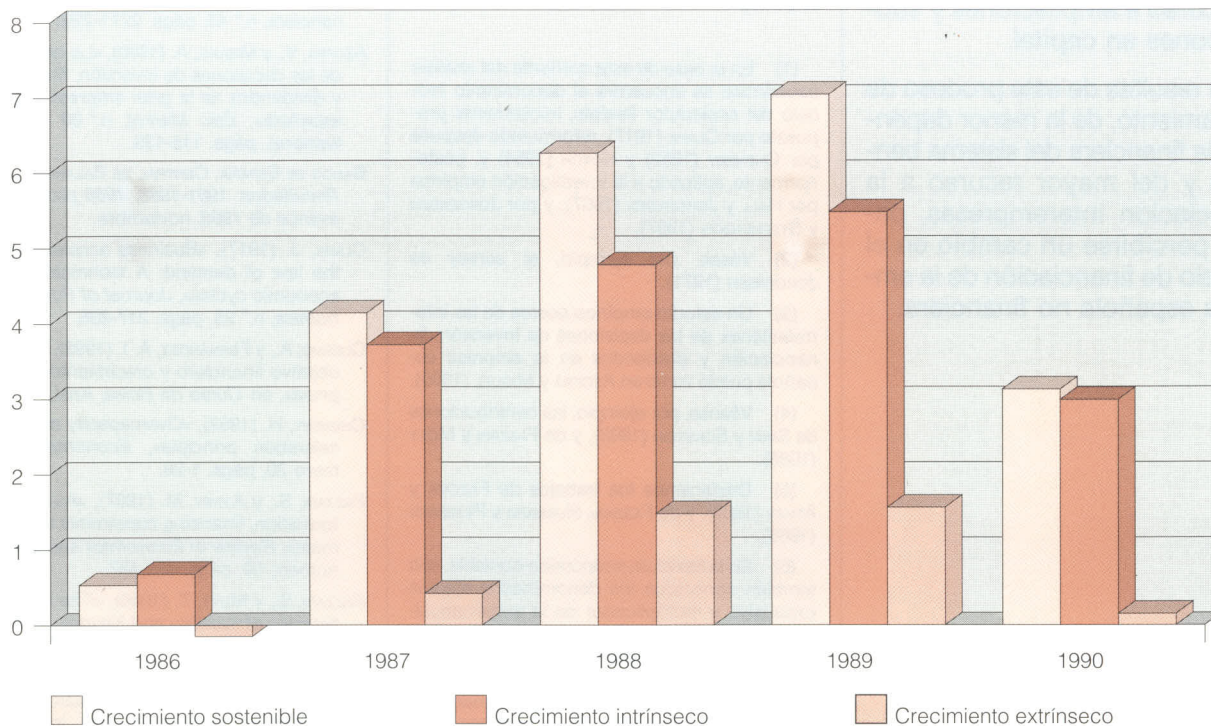
(d) Cociente entre el resultado neto y los fondos propios medios.

(e) Muestra la relación entre los gastos financieros y el exigible total (incluye cuentas sin coste financiero explícito).

(f) Es el complementario de la *ratio* de distribución de dividendos (1-div/b.º disponible).

Fuente: Central de Balances, 1991, y elaboración propia.

GRAFICO 6
CRECIMIENTO SOSTENIBLE
(En porcentaje)



cientemente resaltadas en anteriores análisis.

Entre 1981 y 1990, la empresa española no financiera intensificó notablemente el proceso de formación bruta de capital, con un fuerte crecimiento del inmovilizado material y financiero. A lo largo del período cabe, sin embargo, diferenciar dos etapas: una primera (de 1981 a 1985) durante la que las necesidades de inversión fueron cubiertas prioritariamente mediante el recurso a la financiación externa, y una segunda (de 1986 a 1990) en la que la recuperación del ahorro empresarial, tanto en términos brutos como netos, permitió el sostenimiento de una elevada tasa de inversión autofinanciada.

Esta recuperación del ahorro empresarial fue posible gracias a la espectacular mejoría registrada por el beneficio empresarial en sus diferentes estados, que alcanza su punto más elevado en 1984, para volver a repuntar en 1987.

Durante todo el período, las magnitudes representativas del comportamiento económico-financiero de la empresa, tales como el resultado económico bruto de la explotación, los recursos generados, la autofinanciación y el beneficio mantuvieron un estrecho paralelismo en su evolución, poniéndose de relieve la vinculación existente entre los beneficios y el ahorro empresarial.

Es de reseñar, en todo caso, el hecho de que hasta 1986 el ahorro empresarial neto, en términos agregados, se situase en cotas negativas por mor de los recursos retraídos de la autofinanciación total para el pago de impuestos y el reparto de dividendos. A partir de dicho año, la financiación interna de la empresa española no financiera comienza a nutrirse tanto de los fondos dedicados al mantenimiento del valor de los bienes de capital como de los reservados para financiar su expansión o autofinanciación por enriquecimiento.

Finalmente, el análisis realizado pone en evidencia el proceso de capitalización de la empresa española que, en un principio, se

sustenta en un mayor recurso a la financiación permanente y que, en la segunda mitad de la década, se apoya principalmente en el ahorro empresarial bruto y en el recurso a ampliaciones y subvenciones en capital.

De resultados de este proceso de saneamiento, de la menor dependencia financiera del sistema bancario y del mayor recurso a la financiación interempresas, parece percibirse un cambio en el modelo de financiación de la empresa española no financiera.

NOTAS

(1) En la base de esta corriente del análisis económico se encuentra el denominado modelo del acelerador flexible, inicialmente propuesto por CLARK (1917), reformulado después por CHENERY (1952) y KOYCH (1954) y, posteriormente, aplicado a la investigación empírica por HALL y JORGENSEN (1967), y por JORGENSEN y STEPHENSON (1967).

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

(3) 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).

(4) Véanse, por ejemplo, las contribuciones de SINAI y ECKSTEIN (1983), y de FAZZARI y MOTT (1986).

(5) Destacamos los trabajos de FAZZARI y ATHEY (1987), y de FAZZARI, HUBBARD y PETERSEN (1988).

(6) En la literatura económico-contable, son también conocidos los denominados efectos expansivo y multiplicador de la autofinanciación. El primero de ellos, o efecto Lohmann-Ruchti, aparece asociado a la autofinanciación por mantenimiento, y se produce cuando las amortizaciones no sólo contribuyen a mantener la capacidad productiva de la empresa, sino también a financiar su expansión. El efecto multiplicador de la autofinanciación sobre los recursos financieros totales de la empresa resulta de la relación que se establece entre los incrementos de financiación interna y externa, cuando la empresa se ha fijado una estructura de capital mediante la definición de una *ratio* objetivo de endeudamiento.

(7) Véase, a este respecto, el trabajo de AZOFRA y MARTÍNEZ (1988).

(8) Rentabilidad financiera después de impuestos.

(9) El análisis de la rentabilidad económica y financiera, así como la tasa de crecimiento sostenible, se analiza en el período comprendido entre 1986 y 1990, dado que con anterioridad a 1986 el epígrafe denominado «beneficio no distribuido» es negativo, y no tiene significación, por tanto, la tasa de retención de beneficios.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABAD, P. L. (1991), «Cuentas financieras de las empresas no financieras y de las familias (1982-1990)», Banco de España, *Boletín Económico*, septiembre 1991, págs. 13-31.
- AZOFRA, V., y MARTÍNEZ, A. (1988), «Cambios recientes en el modelo de financiación de la

empresa privada española», *Actualidad Financiera*, n.º 43, págs. 2271-2297.

AZOFRA, V., y MIGUEL, A. (1990), «La interrelación de las decisiones de inversión, financiación y dividendos de la gran empresa industrial española», *Esic Market*, n.º 69 (julio-septiembre), págs. 115-139.

BANCO DE ESPAÑA, CENTRAL DE BALANCES (1991), *Resultados: 1981-1988, 1989 provisional, y avance de 1990*, noviembre.

CLARK, J. (1917), «Business acceleration and the law of demand: A technical factor in economic cycles», *Journal of Political Economics*, n.º 25, págs. 217-235.

CUERVO, A., y FERNÁNDEZ, A. I. (1992), «La Bolsa: objetivo financiero y crecimiento de la empresa», en *Curso de Bolsa*, Ariel.

CHENERY, H. (1952), «Overcapacity and the acceleration principle», *Econometrica*, número 20, págs. 1-28.

FAZZARI, S., y ATHEY, M. (1987), «Asymmetric information, financing constraints and investment», *Review of Economics and Statistics*, número 69, págs. 481-487.

FAZZARI, S., y MOTT, T. (1986), «The investment theories of Kalecky and Keynes: A study of firm data 1970-1982», *Journal of Post Keynesian Economics*, n.º 9, págs. 171-187.

FAZZARI, S.; HUBBARD, R., y PETERSEN, B. (1988), «Financing constraints and investment», *Brookings Papers on Economic Activity*, volumen 1 (agosto), págs. 141-195.

HALL, R., y JORGENSEN, D. W. (1967), «Tax policy and investment behavior», *American Economic Review*, n.º 57, págs. 391-414.

JORGENSEN, D. W. (1963), «Capital theory and investment behavior», *American Economic Review*, n.º 53, págs. 247-259.

— (1967); «The theory of investment behavior», en FERBER, R. (ed.), *Determinants of investment behavior*, Nueva York, Columbia University Press, págs. 129-155.

— (1971), «Econometric studies of investment behavior: A survey», *Journal of Economic Literature*, n.º 9, págs. 1111-1147.

— y STEPHENSON, J. (1967), «Investment behavior in U.S. manufacturing, 1947-1960», *Econometrica*, n.º 35, págs. 169-220.

KOYCK, L. (1954), *Distributed lags and investment analysis*, North-Holland, Amsterdam.

MODIGLIANI, F., y MILLER, M. (1958), «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, número 3, págs. 261-297.

SINAI, A., y ECKSTEIN, O. (1983), «Tax policy and business fixed investment revisited», *Journal of Economic Behavior and Organization*, número 4 (junio-septiembre), págs. 131-162.

VALLE, V. (1991), «Ahorro y fiscalidad en la economía española», *Papeles de Economía Española*, n.º 48, págs. 161-169.