

## «*Inversión y financiación de la empresa española no financiera. 1983-2000*»

Este trabajo analiza la evolución de la inversión y financiación de las empresas españolas no financieras en el periodo de 1983 a 2000. La hipótesis principal del mismo es la existencia de interrelaciones entre ambas decisiones debido a las asimetrías informativas entre gestores de las empresas y proveedores de fondos. En particular se pretende determinar si a lo largo del periodo se han producido cambios en la estructura financiera de las empresas españolas debidos a acontecimientos como la liberalización del sistema financiero o su modernización y su eficiencia en la provisión de fondos para la inversión.

*Idazlan honek Espainiako finantzaz bestelako enpresen inbertsioa eta finantzazioa 1983-2000 urtealdian nola bilakatu den aztertu du. Hipotesi nagusia honako hau da: bi erabaki horien artean, badago loturarik, enpresen kudeatzaileek eta funtsen hornitzaileek informazio desberdina dutelako. Bereziki, zehaztu nahi da urtealdi horretan finantza sistemaren liberalizazioa edo modernizazioa bezalako gertakariak Espainiako enpresen finantza egituran aldaketarik eragin duten eta inbertsioetarako funtsak hornitzeko orduan eraginkorrak izan diren.*

The aim of this paper is to analyze the investment and financial behavior of Spanish Non Financial Firms in the period 1983-2000. The theoretical framework to understand this behavior is Corporate Governance (as defined by Schleifer y Vishny, 1997). In particular, we aim to determine if the liberalization of the financial system, the bank crisis, or the growing role of institutional investment has changed the way firms finance their investment.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Muestra y metodología
  3. Actividad inversora
  4. Generación de recursos y autofinanciación
  5. Coste financiero y financiación propia VS financiación ajena
  6. Fuentes de financiación externa
  7. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Clasificación JEL: E22, G31, G32

### 1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es analizar la evolución de la inversión y la financiación empresarial en los años de 1983 a 2000 en España. Durante el periodo, el sistema financiero español se ha visto sometido a acontecimientos y cambios que han afectado a la estructura financiera de las empresas. En los primeros años del periodo se produjo la recuperación tras la crisis bancaria que se desencadenó a raíz de la crisis industrial de los años 70. El saneamiento bancario, junto a los cambios legislativos que se producen en el marco de un proceso internacional de liberalización de los sistemas financieros, abrió la puerta a la utilización de fuentes de financiación hasta entonces marginales, como la emisión de títulos de deuda. Por otro lado, durante los años noventa, como señalan trabajos recientes de Maroto y Melle (2000) o

Pampillón (2000), se produce un proceso de convergencia en los sistemas financieros de los países respecto al clásico modelo de relaciones entre banca y empresa, al mismo tiempo que gana peso en el sistema financiero la inversión institucional.

El trabajo proporciona un análisis de la evolución de la inversión y la financiación en el conjunto de las empresas españolas dentro del marco de cambios institucionales a los que aludimos en el párrafo anterior, así como en el contexto de las relaciones entre inversores financieros y empresas tal como se delimita en el estudio de los problemas de gobierno corporativo; Shleifer y Vishny (1997). No se pretende, sin embargo, determinar el grado de asimetrías informativas entre directivos y proveedores de fondos financieros, sino interpretar el comportamiento financiero de las empresas españolas, teniendo

como marco teórico de referencia la literatura relativa al gobierno de la empresa.

El análisis de la financiación y la inversión se realiza a partir de la muestra de la Central de Balances del Banco de España para el periodo desde 1983 a 2000. Se opta por el estudio de las operaciones patrimoniales, siempre que ofrecen el detalle necesario, y prestando atención a las diferencias de financiación entre empresas grandes y pequeñas.

En el apartado segundo se describen las características principales de la muestra utilizada y la metodología empleada para la estimación de los activos a precios de reposición. En el apartado tercero se analiza la evolución de la inversión de las empresas, por tamaños de las empresas y tipos de activos. El apartado cuarto muestra las relaciones entre la financiación y la inversión de las empresas a través de la autofinanciación y la generación de recursos internos. El apartado quinto describe la evolución de los costes financieros a lo largo del periodo, así como la relación entre fondos propios y ajenos. El apartado sexto se dedica a analizar la composición de la financiación externa, en particular la procedente de accionistas, entidades de crédito y emisiones de deuda. Las conclusiones resumen los resultados más relevantes.

## **2. MUESTRA Y METODOLOGÍA**

El análisis se realiza a partir de la información contable de la muestra de la Central de Balances del Banco de España, referida a empresas españolas no financieras para el periodo desde 1983 a 2000.

La utilización de información contable, y en concreto la de esta base de datos ofrece una gran riqueza informativa y una elevada cobertura del sector de empresas no financieras que en algunos años llega a alcanzar el 40 por ciento del valor añadido bruto del sector de empresas no financieras según Contabilidad Nacional. Aunque también es conocida la existencia de importantes sesgos en la misma, como la sobre representación de empresas públicas, de empresas grandes y del sector industrial que, en el caso de no ser tenidas en cuenta en el análisis, puede llegarse a conclusiones no representativas del conjunto de la realidad empresarial española.

Con el fin de que los resultados y las conclusiones del análisis sean representativos de la inversión y financiación empresarial en España en el periodo desde 1983 a 2000, se analizarán las muestras correspondientes a empresas privadas por un lado, y las de medianas y pequeñas por otro, lo que permitirá detectar rasgos comunes de la financiación empresarial en España, así como los diferenciales en función del tamaño de la empresa.

En el cuadro n.º 1, se presentan algunas características de las muestras, el número de empresas que contienen y el valor añadido bruto agregado correspondientes al año 1997, último año cerrado en la información disponible. Las empresas públicas (por diferencia entre total empresas y privadas) son una porción de la muestra poco significativa en número, pero que representa más del 12 por ciento de su valor añadido. Por otro lado, las empresas medianas y pequeñas suman tan solo un 12,6 por ciento del valor añadido, mientras que son casi el 87 por ciento en número.

Cuadro n.º 1: **Muestras de la Central de Balances del Banco de España. 1997**

	Total empresas	Empresas privadas	Empresas medianas	Empresas pequeñas
Número de empresas	8.054	7.804	2.506	4.481
Valor añadido bruto (miles de millones de euros)	81,0	70,8	9,6	3,0
En porcentaje	100%	87,4%	11,9%	3,7%

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

El análisis de la inversión y financiación de las empresas españolas a partir de la muestra total de empresas en datos agregados, será sobre todo representativo de las empresas de gran tamaño, pero puede arrojar poca información acerca de las empresas más numerosas de la economía española y con un peso determinante en la inversión y el crecimiento del país, como son las de pequeña y mediana dimensión. Así en los apartados posteriores de este trabajo se presentará la información desagregada para las muestras de empresas que se desglosan en el cuadro 1: privadas, medianas y pequeñas.

La utilización de muestras comunes de empresas ofrece la posibilidad de la comparación inter-temporal, pero al mismo tiempo la cobertura de la muestra se reduce de forma muy importante, siendo por tanto menos representativa. El supuesto implícito es que las muestras de cada año son representativas, lo que parece aceptable dada la estabilidad de la muestra a lo largo del tiempo.

Otra dificultad clásica del análisis de económico y financiero empresarial es el

de la valoración contable de los activos a coste de adquisición, en contra del criterio económico de valoración a precios corrientes o de reposición. Este problema es especialmente relevante en el periodo del estudio, desde 1983 a 2000, debido a las relativamente altas tasas de inflación en España a lo largo del periodo, y a la entrada en vigor de dos leyes de actualización de Balances: una en 1983, que fue aplicada de forma general por las empresas, y otra en 1996 cuya aplicación fue parcial debido a la existencia de un coste fiscal.

Para evitar el problema de valoración se aplicará el análisis a los *estados de operaciones patrimoniales*, que elabora la propia Central de Balances, los cuales recogen las transacciones realizadas por la empresa con terceros, sin recurrir al análisis de los saldos acumulados. Para la obtención de una medida relativa de la actividad de inversión y de crecimiento de las empresas, los flujos se normalizan por el valor del activo a precios de reposición. La estimación a precios de reposición del inmovilizado material se realiza de forma recursiva a partir de los saldos contables de

inmovilizado material de 1983, que se suponen valorados a precios de reposición por la aplicación de la citada ley de actualización de balances (Ley 9/1983).

$$K_t^{PR} = K_{t-1}^{PR} \frac{1 + p_t}{1 + \tau} + (K_t^C - K_{t-1}^C)$$

donde  $K_t^{PR}$  es el valor a precios de reposición del inmovilizado no financiero en  $t$ ,  $p_t$  es la variación relativa en el año  $t$  del deflactor de la formación bruta de capital fijo,  $\tau$  es la tasa de progreso técnico que toma el valor del 2 por ciento<sup>1</sup> y  $K_t^C$  es el valor contable del inmovilizado no financiero en  $t$ . El año de partida de la actualización es el año 1984 y se realiza con muestras comunes año a año, de forma que de manera sucesiva el primer año de cada base se estima a precios de reposición según la relación de revalorización del último año de la base anterior (que corresponde al mismo ejercicio).

Por lo que respecta a la actualización de 1996, en la que el número de empresas que se acogieron fue más limitado, se ha optado por seguir durante esos años la actualización recursiva descrita, eliminando previamente de la muestra los efectos de la actualización de balances de ese año en las empresas que la hubieran practicado.

En el anexo 1, se presenta la correspondencia existente entre los conceptos

utilizados en este trabajo y los utilizados por la Central de Balances del Banco de España.

### 3. ACTIVIDAD INVERSORA

Los años de 1983 a 2000, la economía española ha experimentado diferentes fases del ciclo económico, las cuales se han reflejado, no sólo en las cifras de crecimiento real de la producción, sino también en una muy dispar actividad inversora de las empresas no financieras a lo largo del periodo.

En un supuesto de sistemas financieros eficientes y ausencia de asimetrías informativas entre gestores de la empresa y proveedores de fondos, las decisiones de inversión de las empresas no estarán relacionadas de forma alguna con las disponibilidades financieras de las propias empresas.

En el presente apartado se pretende ofrecer una visión general del crecimiento de las empresas a través del análisis del crecimiento de los activos empresariales, y en particular de los inmovilizados, y ponerlo en relación con la disponibilidad de recursos generados internamente por las empresas y sus decisiones de autofinanciación. Ello nos ayudará a comprobar si la hipótesis de eficiencia se cumple o no en nuestro caso.

En el cuadro 2, se ofrecen las tasas de inversión en activo total neto, inmovilizado e inmovilizado material para todas las empresas de la muestra de Central de Balances. En datos del crecimiento real del PIB, destacan dos periodos de fuerte crecimiento, los años de 1986 a 1990 y

<sup>1</sup> La tasa de progreso técnico pretende reflejar los cambios de calidad en los bienes de inversión, los cuales no están recogidos en los deflatores utilizados en España. Existen diversos trabajos que explican el efecto de su no consideración sobre las estimaciones de la inversión y del stock de capital, en particular el de Izquierdo y Matea (2001).

Cuadro n.º 2: **Tasas de inversión bruta. Cociente entre flujos del periodo sobre saldos a precios de reposición del periodo precedente. Muestra total CBBE**

Año	Inversión en Activo neto (1)	Inversión en Inmovilizado (2)	Inversión en Inmovilizado no financiero (3)	Crecimiento real del PIB
1983	15,8	16,6	14,8	1,8
1984	14,0	14,7	11,7	1,5
1985	16,6	15,7	11,6	2,6
1986	8,0	12,3	10,4	3,2
1987	11,9	13,2	11,9	5,6
1988	12,8	12,9	12,4	5,2
1989	13,8	13,2	14,8	4,7
1990	14,6	13,3	16,5	3,6
1991	16,4	15,6	16,9	2,2
1992	15,3	14,5	13,1	0,7
1993	8,8	8,4	11,6	-1,2
1994	8,0	8,0	9,8	2,2
1995	11,2	10,6	12,5	2,7
1996	8,8	9,9	12,4	2,3
1997	13,3	10,3	12,3	3,9
1998	18,1	13,5	11,6	4,3
1999	29,5	28,6	13,4	4,1
2000	30,1	25,6	10,6	4,1
Media 83-85	15,5	15,7	12,7	2,0
Media 86-89	11,6	12,9	12,4	4,8
Media 90-92	15,4	14,5	15,5	2,2
Media 93-96	9,2	9,2	11,6	1,5
Media 97-2000	22,8	19,5	12,0	4,1

- (1) Flujos de operaciones de activo netos / activo neto a precios de reposición en el balance final del periodo anterior. Activo neto es el activo total menos las deudas sin coste explícito (proveedores y otras).
- (2) Flujos de operaciones de inmovilizado / inmovilizado neto a precios de reposición en el balance final del periodo anterior.
- (3) Flujos de operaciones de inmovilizado no financiero / inmovilizado no financiero neto a precios de reposición en el balance final del periodo anterior.

Datos brutos de amortizaciones y provisiones.

Nota: Las tasas de 1996 están corregidas por el ajuste contable en las empresas eléctricas debidos a la *titulización* de la deuda generada por la moratoria nuclear, que supuso la eliminación del inmovilizado inmaterial y de las deudas bancarias de más de 4.000 millones de euros.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España y del Boletín Económico del Banco de España.

de 1997 a 2000, otros dos periodos de un crecimiento moderado, años 1983-1985 y entre 1991 y 1996, especialmente el año 1993 en que el PIB español se contrajo en un 1,5 por ciento. Respecto a las tasas de Inversión en Activo Neto, los datos obtenidos de la Central de Balances del Banco de España muestran que éstas no crecen de forma paralela a las tasas de crecimiento del PIB excepto en el periodo 1997-2000 en el que la tasa de inversión en Activo neto fue del 22,8, muy superior a los periodos anteriores. Por el contrario el otro periodo de fuerte crecimiento del PIB, años 1986-1989, la tasa de inversión en Activos fue del 11,6, inferior incluso a las tasas de los años 1983-1985 (15,5%) y 1990-1992 (15,4%), en los que el crecimiento del PIB fue menos de la mitad.

Se comprueba que el determinante de la evolución de inversión en Activo Neto es el propio comportamiento de la inversión en inmovilizado, que presenta una evolución simétrica a la descrita, si bien algo más alisada tanto en los máximos como en los mínimos. De hecho, y en promedio de saldos en el periodo, el inmovilizado representa un porcentaje cercano al noventa por ciento del activo neto (restada la financiación sin coste).

Al mismo tiempo, y también en saldos medios a lo largo del periodo de 1983 a 2000, el inmovilizado material supone más del 75 por ciento del inmovilizado total. Sin embargo, este no es un rasgo estable a lo largo del periodo, pues en los primeros años representa un 85 por ciento, y en los años finales alrededor del 50 por cien. Esta evolución se observa en la tercera columna del cuadro 2,

en la que se comprueba cómo la tasa de inversión en inmovilizado material ofrece importantes disparidades con la de inmovilizado total y también del activo total. El periodo de mayor crecimiento es el de 1990 a 1992, a pesar de ser años de desaceleración económica en España<sup>2</sup>. También el crecimiento de estos inmovilizados de 1983 a 1985 es alto, comparativamente al crecimiento económico general. Esa dispar evolución obedece al comportamiento de las inversiones financieras de las empresas (dada la escasa importancia contable de los inmovilizados inmateriales). En particular es destacable el muy importante crecimiento del inmovilizado financiero de 1998 a 2000.

En el cuadro n.º 3, se presentan las tasas de crecimiento real del activo inmovilizado para las otras muestras de Central de Balances. En este caso las tasas de crecimiento corresponden a cálculos a partir de los saldos contables entre empresas comunes año a año, debido a que los datos originales de flujos no ofrecen el mismo detalle para las empresas de menor dimensión, pues contestan un cuestionario reducido. Con el análisis de este cuadro se pretende aislar las conclusiones que se derivan de los sesgos de la

---

<sup>2</sup> El boletín económico del Banco de España correspondiente a abril de 2002 sugiere algunas explicaciones a este fenómeno que interpreta como una escasa inversión fija no financiero en los últimos años. Apunta la institución algunas causas como son: el incremento del riesgo de las inversiones con el consiguiente incremento del coste de capital en los últimos años, el destino prioritario de las inversiones hacia el exterior por parte de algunas industrias y problemas de medición de la inversión, relacionados con la estimación del propio deflactor.

Cuadro n.º 3: **Tasas de inversión. Crecimiento neto del inmovilizado a precios de reposición. Muestras comunes año a año**

Muestra:	Privadas		Medianas		Pequeñas	
	Crecto. Inmovilizado	Crecto. Inmovilizado Material	Crecto. Inmovilizado	Crecto. Inmovilizado Material	Crecto. Inmovilizado	Crecto. Inmovilizado Material
Año						
1983						
1984	8,9	7,6	7,2	6,2	5,6	5,5
1985	2,8	0,8	5,6	4,8	7,0	9,0
1986	2,2	1,1	8,0	8,9	7,7	10,2
1987	5,0	4,6	10,0	11,0	10,7	18,7
1988	7,1	4,7	14,6	13,7	13,9	21,5
1989	8,0	4,9	14,8	13,2	14,7	17,9
1990	5,7	6,0	15,4	16,0	13,2	14,4
1991	10,0	5,4	8,6	8,1	14,0	12,2
1992	2,4	5,0	9,6	10,7	10,7	12,3
1993	2,9	2,5	5,5	5,6	4,0	7,5
1994	1,0	*-5,4	5,5	5,4	4,9	8,6
1995	3,7	4,0	6,3	10,5	6,2	13,0
1996	*1,1	4,2	6,0	8,7	4,9	6,9
1997	4,8	2,1	7,6	8,1	6,5	9,7
1998	10,1	1,4	9,1	11,3	6,9	11,1
1999	27,5	1,3	13,2	16,1	16,8	26,5
2000	21,4	3,8	11,5	8,7	8,5	10,8
Media 83-85	5,8	4,2	6,4	5,5	6,3	7,3
Media 86-89	5,6	3,8	11,8	11,7	11,8	17,1
Media 90-92	6,0	5,5	11,2	11,6	12,6	13,0
Media 93-96	*2,2	*1,3	5,8	7,6	5,0	9,0
Media 97-2000	16,0	2,1	10,3	11,1	9,7	14,5

Calculado como diferencia de saldos contables de inmovilizado en muestra común sobre el valor inicial estimado a precios de reposición. Se omite el dato correspondiente a 1983 por no disponer de la estimación del inmovilizado a precios de reposición en 1982.

Se interpreta como crecimiento neto de amortizaciones y provisiones.

\* Las tasas de 1994 y 1996 están afectadas por el saneamiento de las inversiones congeladas por la moratoria nuclear. El primero por el ajuste contable en que se reconsideran los inmovilizados materiales como inmateriales. El segundo por la *titulización* de la deuda generada por la moratoria nuclear, que supuso la eliminación de ese inmovilizado inmaterial. No se ha corregido debido a que no se dispone de información del efecto sobre esta muestra de empresas privadas.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España y del Boletín Económico del Banco de España.



muestra, es decir, que corresponden a rasgos no generalizables de las empresas públicas o de las empresas de gran dimensión. Así los datos de inversión se presentan para las muestras de empresas privadas, empresas medianas y empresas pequeñas.

La evolución de la muestra de empresas privadas no es sustancialmente diferente de la observada en el cuadro para la muestra total de empresas, con la salvedad de que este cuadro ofrece tasas de crecimiento neto en vez de tasas de flujos brutos. Las tasas de crecimiento del inmovilizado en los años 1990-1992 son superiores a las esperadas en atención a la coyuntura de crecimiento moderado de la economía española en esos años. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento del inmovilizado material en los años finales de 1997 a 2000 son inferiores a las esperadas al observar el crecimiento económico general. También se observa el fuerte crecimiento del inmovilizado total en el mismo periodo final, cuya interpretación es la de incremento en el inmovilizado financiero, y dentro de éste, de los activos financieros frente a no residentes por la expansión de la inversión exterior.

Una explicación plausible de la evolución de la inversión en activos materiales, guarda relación con la evolución de los costes laborales en comparación con los costes del capital. Desde 1988 hasta 1993 se produce un proceso de fuerte encarecimiento relativo del factor trabajo, a lo que las empresas responden demandando capital en mayor medida que factor trabajo, es decir, haciéndose más intensivas en capital. Sin embargo, des-

de 1994, la moderación de los costes laborales indujo el proceso contrario, es decir, las tasas de crecimiento de la inversión, más moderadas en los años desde 1997 a 2000, coinciden con tasas de crecimiento del empleo más aceleradas, un proceso de intensificación en factor trabajo.

Las muestras de empresas medianas y pequeñas presentan unas tasas de crecimiento del inmovilizado material muy superiores a las de las grandes a lo largo de todo el periodo. Estos datos pueden sin embargo llevar a error si se entiende a partir de ellos que la aportación agregada de las pequeñas y medianas empresas a la formación bruta de capital fijo es mucho más importante en términos relativos que por parte de las grandes, dado que las tasas calculadas sobre muestras comunes año a año ignoran las tasas de nacimiento y mortalidad de empresas que son mucho más variables en el tiempo (y mayores) para las pequeñas y medianas empresas que para las empresas de gran tamaño<sup>3</sup>.

Se comprueba, por otro lado, que existe un gran paralelismo entre la evolución del inmovilizado y la del inmovilizado material en las empresas medianas y pequeñas, además de una evolución temporal del crecimiento más consistente con lo esperado a partir de la evolución del ciclo económico, según la evolución del PIB presentada en el cuadro n.º 2, y por tanto de las propias expectativas empresariales.

---

<sup>3</sup> Ver por ejemplo Cámaras de Comercio, Industria y Navegación de España (2001).

Es destacable a la vista de la información del cuadro, que los rasgos de la inversión que se ponían de manifiesto en el cuadro n.º 2 se identifican plenamente con la muestra de empresas privadas, y por diferencia respecto a lo que ocurre en las muestras de pequeñas y medianas, corresponde a las empresas privadas de gran tamaño, lo cual no resta relevancia al fenómeno, dado su efecto en los datos agregados de formación bruta de capital y de inversión exterior, como pone de manifiesto el anteriormente citado estudio del Banco de España.

#### **4. GENERACIÓN DE RECURSOS Y AUTOFINANCIACIÓN**

A partir del estudio de la inversión empresarial en España a lo largo del periodo surgen cuestiones relacionadas con la financiación. Por ejemplo: ¿Cómo financió el sistema financiero español la elevada inversión exterior de finales de los noventa? Y otras cuestiones clásicas del análisis de la financiación empresarial, como son las relacionadas con la interrelación entre las decisiones de financiación e inversión y otras que se suscitan a partir de otros trabajos recientes como Maroto y Melle (2000) o Pampillón (2000) acerca de la vigencia del modelo de relaciones entre banca y empresa o la creciente importancia de la denominada financiación institucional (fondos de inversión colectiva, compañías de seguros, etc.).

En el cuadro n.º 4 se presentan, en porcentaje sobre el total de operaciones de activo, los Recursos generados por

las empresas, Autofinanciación, Financiación Externa y Otros.

El porcentaje de recursos generados es una tasa muy variable a lo largo del tiempo, oscilando entre el 39,3 por ciento de la inversión en activos del año 2000 y el 131,5 por ciento del año 1994. Los años de 1994 a 1997, los recursos generados superan el total de operaciones de activo, debido a la mejora de resultados empresariales tras la crisis de 1992-1993, mientras que la inversión se mantiene en tasas moderadas hasta 1996. Desde 1998 a 2000, la evolución es diferente, pues el crecimiento de las inversiones es muy superior a la mejora de los resultados de las empresas y su generación de liquidez.

Esta evolución del porcentaje de recursos generados, no es compatible con la existencia de una fuerte relación causal de la liquidez generada en la empresa respecto de las decisiones de inversión, es decir, no se observa para la muestra total de Central de Balances la existencia de restricciones financieras importantes.

El porcentaje de Autofinanciación, sin embargo, muestra una importante correlación con el porcentaje de Recursos generados, lo que lleva a pensar que la decisión de las empresas respecto a la financiación con fondos internos o externos depende fundamentalmente del porcentaje de recursos internos disponibles. Dicho de otra forma, para la muestra total de empresas existe una aparente preferencia jerárquica de fuentes de financiación que podrían responder a costes de transacción menores en la finan-

Cuadro n.º 4: **Recursos generados y Autofinanciación. Muestra total CBBE**

Año	Recursos generados (1)	Autofinanciación (2)	Financiación Externa (3)	Otros (4)
1983	40,4	31,5	62,5	6,0
1984	46,8	39,2	59,3	1,5
1985	49,7	28,2	65,0	6,9
1986	112,9	76,4	18,9	4,7
1987	88,0	60,2	35,4	4,4
1988	95,5	61,9	31,0	7,1
1989	88,2	62,9	34,4	2,7
1990	71,1	48,9	49,4	1,6
1991	60,7	43,3	54,0	2,7
1992	52,6	42,3	63,0	-5,3
1993	76,8	55,1	47,4	-2,5
1994	131,5	87,0	11,0	2,1
1995	101,0	74,7	26,0	-0,8
1996	129,8	98,7	10,7	-9,4
1997	111,9	73,9	31,9	-5,8
1998	88,4	54,8	47,1	-1,9
1999	47,7	31,4	70,2	-1,6
2000	39,3	22,3	80,4	-2,7
Media 83-85	45,6	33,0	62,2	4,8
Media 86-89	96,1	65,3	29,9	4,7
Media 90-92	61,5	44,8	55,5	-0,3
Media 93-96	109,8	78,9	23,8	-2,6
Media 97-2000	71,8	45,6	57,4	-3,0

Todas la cifras en porcentaje de los flujos de operaciones de Activo netos. Operaciones de Activo neto son los flujos totales de activo brutos de amortizaciones y provisiones menos flujos de deudas comerciales y otras sin coste.

- (1) Recursos Generados / Flujos de inversión en Activo netos. Recursos generados es Resultado neto + Amortizaciones y provisiones – Otros ingresos no incluidos (ganancias y pérdidas de capital, ingresos y gastos de otros ejercicios y diferimiento de resultados).
- (2) Autofinanciación / Flujos de inversión en Activo netos. Autofinanciación es Recursos generados menos Dividendos.
- (3) Financiación externa / Flujos de inversión en Activo netos. Financiación externa es Financiación ajena más Aportación neta de accionistas.
- (4) Otros / Flujos de inversión en Activo netos. Otros es Condonaciones de deudas por terceros más Subvenciones de capital recibidas menos Reconocimientos de deudas frente a terceros.

Nota: Las tasas de 1996 están corregidas por el ajuste contable en las empresas eléctricas debidos a la *titulización* de la deuda generada por la moratoria nuclear, que supuso la eliminación del inmovilizado inmaterial y de las deudas bancarias de más de 4.000 millones de euros.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

Cuadro n.º 5: **Tasas de reparto de beneficios**

	Total empresas	Empresas privadas	Empresas medianas	Empresas pequeñas
Dividendos / Recursos Generados				
Promedio	0,22	0,23	0,18	0,15
Desviación típica	0,025	0,024	0,014	0,026
Coef. de variación	0,11	0,10	0,08	0,17
Dividendos / Impuesto beneficios*				
Promedio	1,47	1,65	0,94	0,71
Desviación típica	0,39	0,42	0,19	0,22
Coef. de variación	0,27	0,25	0,20	0,31

\* El impuesto sobre beneficios se usa como proxy del beneficio neto, dada la teórica proporcionalidad entre ambos. No se utiliza la cifra de beneficio neto por enmascarar la agregación de beneficios positivos y negativos y llevar por tanto a la obtención de tasas de reparto de dividendos erróneas.

Coeficiente de variación es el cociente de desviación típica sobre media.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

ciación interna, o bien, podrían deberse a políticas de estabilización del dividendo por parte de las empresas, es decir, que los dividendos sean una porción fija del beneficio<sup>4</sup>.

Para confirmar la aseveración anterior, se ha confeccionado el cuadro n.º 5, en el que se presentan las tasas de reparto de dividendos sobre recursos generados y sobre impuesto sobre sociedades del periodo 1983-2000. Esta última sustituye la tasa de reparto de dividendos sobre beneficio neto, ya que éste último resulta de la agregación de beneficios positivos y negativos, mientras que los dividendos corresponden a empresas con beneficios

positivos. El impuesto sobre beneficios actúa así como sustituto de la suma de los beneficios de las empresas con resultados positivos, con la que mantiene proporcionalidad.

Analizando estos datos, la principal conclusión que se extrae del cuadro es la estabilidad en la tasa de reparto de dividendos. Así, en el caso del total de empresas supone un 22 por ciento de los recursos generados en promedio del periodo con una desviación típica del 0,025, mientras que en las columnas por tamaños, la tasa de reparto de beneficios decrece con el tamaño hasta llegar a un 15 por cien en el caso de las pequeñas, es decir, que las empresas pequeñas reparten 7 puntos porcentuales del beneficio, hecho éste que sin duda posibilita el aumento de la autofinanciación en este

<sup>4</sup> Espitia y Ruiz (1996).

tipo de empresas. Analizando el cuadro n.º 6, el total de empresas dedican a la autofinanciación el 72,8 por ciento de los recursos generados, mientras que las pe-

queñas dedican el 79,4 de estos mismos recursos, que coincide con el beneficio diferencial que las empresas pequeñas no reparten y dedican a autofinanciación.

Cuadro n.º 6: **Recursos generados y Autofinanciación**

Muestra: Año	Empresas Privadas		Empresas Medianas		Empresas Pequeñas	
	Recursos generados	Auto-financiación	Recursos generados	Auto-financiación	Recursos generados	Auto-financiación
1983	46,7	35,3	51,0	41,4	60,5	50,1
1984	54,7	40,9	68,3	55,1	73,9	60,5
1985	56,8	44,3	64,8	55,1	81,7	68,9
1986	124,7	100,3	78,6	64,4	82,1	67,6
1987	113,0	76,6	82,2	60,6	74,7	59,3
1988	98,8	66,8	78,1	59,0	76,1	60,3
1989	94,7	66,6	75,3	52,8	77,6	60,1
1990	80,5	54,2	62,3	46,1	82,5	62,1
1991	69,6	49,8	74,1	50,3	78,5	57,7
1992	82,2	68,1	62,7	45,3	61,5	46,4
1993	71,2	53,3	67,3	51,7	84,2	64,1
1994	174,9	124,6	104,6	80,1	86,1	71,1
1995	116,3	90,6	90,3	68,6	88,5	73,5
1996	126,4	92,4	110,2	82,8	95,2	77,5
1997	110,5	82,5	88,4	69,7	92,9	77,2
1998	80,6	58,4	91,5	71,2	93,9	77,4
1999	46,9	32,4	77,8	57,1	61,2	50,4
2000	38,9	22,6	82,3	60,7	75,5	63,3
Media 83-85	52,7	40,2	61,4	50,6	72,1	59,8
Media 86-89	107,8	77,6	78,6	59,2	77,7	61,8
Media 90-92	77,4	57,4	66,4	47,2	74,2	55,4
Media 93-96	122,2	90,2	93,1	70,8	88,5	71,6
Media 97-2000	69,2	49,0	85,0	64,7	80,9	67,1

Todas la cifras en porcentaje de los flujos de operaciones de Activo netos. Operaciones de Activo neto son los flujos totales de activo brutos de amortizaciones y provisiones menos flujos de deudas comerciales y otras sin coste.

Nota: Las tasas de 1996 en empresas privadas están corregidas por el ajuste contable en las empresas eléctricas debidos a la *titulización* de la deuda generada por la moratoria nuclear, que supuso la eliminación del inmovilizado inmaterial y de las deudas bancarias de más de 4.000 millones de euros.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

En el cuadro n.º 6, se presenta el porcentaje de Recursos Generados y de Autofinanciación para las muestras de empresas privadas, medianas y pequeñas. La muestra de empresas privadas, en la que predominan las empresas de gran tamaño, presenta una evolución de los recursos generados similar a la muestra total, es decir, una fuerte variabilidad expresada en porcentaje de la inversión total, y al mismo tiempo una elevada correlación de ésta con la autofinanciación. De esta forma se pasa de un 38,9 por ciento de recursos generados en el año 2000 a un 174,9 en el año 1994, es decir una variación de 136 puntos porcentuales en los recursos generados sobre el total de Operaciones de Activo Neto. De igual forma, en el año 2000, del 38,9 por ciento de recursos generados sobre Operaciones de Activo Neto, 22,6 se dedicó a autofinanciación, es decir, el 58 por ciento de los recursos generados. La media para todo el periodo nos indica que las empresas privadas dedicaron un 72,8 por cien de los recursos generados a la autofinanciación.

En las muestras de empresas medianas y pequeñas, la variabilidad del porcentaje de recursos generados es cada vez menor y en el caso de las pequeñas oscila entre un 60,5 en el año 1983 y un 95,2 en el año 1996, es decir una variación de 34,7 puntos porcentuales. Este dato es significativo en el sentido que, en el caso de las empresas de menor tamaño, la existencia de una relación causal entre generación de recursos y crecimiento parece mostrarse con cierta nitidez. Al mismo tiempo se presenta una fuerte correlación entre porcentaje de re-

curso generados y autofinanciación, dedicando este tipo de empresas una media del 79,4 por cien de los recursos generados a la autofinanciación.

Es decir, si para las empresas grandes se afirmaba con anterioridad que la variabilidad en el cociente de recursos generados sobre operaciones de activo no evidencia la existencia de restricciones financieras, en el conjunto de empresas pequeñas la conclusión sería la opuesta. La gran variabilidad de las tasas de inversión en esa muestra, y al mismo tiempo la relativa estabilidad de la ratio recursos generados sobre operaciones de activo parecen sugerir una fuerte asociación entre ambos que se interpretaría como existencia de restricciones financieras significativas en las empresas españolas de menor dimensión. Al mismo tiempo, el porcentaje de los flujos de activo autofinanciados es relativamente estable en las empresas pequeñas y medianas, sobre todo en comparación con las empresas de gran tamaño, lo que supone una fuerte rigidez en su estructura financiera.

## 5. **COSTE FINANCIERO Y FINANCIACIÓN PROPIA VERSUS FINANCIACIÓN AJENA**

El objetivo de este apartado es mostrar la evolución de los costes financieros para las empresas españolas a lo largo del periodo, así como la estructura de financiación propia y ajena.

Desde 1983 a 2000 en España, la evolución de los tipos de interés nominales y de la inflación han marcado periodos con

muy dispares costes efectivos de la financiación empresarial. El coste efectivo de la financiación ajena se refiere al tipo de interés real (tipo nominal descontada la inflación) menos la deducción por ahorro fiscal, que es aplicada sobre el tipo nominal. El coste de oportunidad de los fondos financieros se define habitualmente como el tipo de interés libre de riesgo más una prima de riesgo. Aun en el supuesto de que la prima de riesgo fuese estable a lo largo del periodo, las diferencias en las tasas de inflación en el tiempo provocarían que el coste efectivo de la financiación ajena y el de la financiación propia no evolucionen de forma paralela, debido a la deducción fiscal de que se beneficia la primera.

El análisis de los costes de la financiación a partir de la información contable ofrece algunas dificultades derivadas de la existencia de deudas por parte de las empresas que no tienen coste explícito. Central de Balances resuelve parcialmente este problema al separar la financiación a corto plazo sin coste de la financiación con coste. Sin embargo, este problema se reproduce en el caso de la financiación a largo plazo, donde se encuentran saldos de financiación ajena (en elevado porcentaje proveniente de empresas del grupo) que pueden no tener un coste reconocido a través del pago de intereses. En ese caso, el coste medio de la deuda de las empresas, calculado como cociente de gastos financieros entre saldos de deuda, infravalora el coste de la financiación ajena.

Por otro lado, el análisis de flujos financieros requiere la comparación con costes marginales de financiación, pues

la comparación con los costes medios ofrecería información de los costes históricos de la financiación pero no de los costes corrientes. Debido a ello, en este trabajo se opta por mostrar costes financieros a precios de mercado. El tipo de referencia utilizado es el tipo libre de la banca privada en operaciones de préstamo de 1 a 3 años, publicado por el Instituto Nacional de Estadística. El tipo de interés real se obtiene mediante el deflactor del PIB. Se utiliza éste deflactor en vez de otros índices de precios porque puede reflejar de manera más adecuada la evolución del precio de venta que determina los ingresos de las empresas. El cuadro n.º 7 presenta el coste financiero nominal, el real y el efectivo por la financiación ajena, una vez descontada la deducción fiscal.

Los tipos de interés nominales en España desde 1983 a 1992 oscilaron entre el 15 y el 18 por ciento, siendo los más altos del periodo. Desde 1993 hasta 1999 disminuyen gradualmente hasta su mínimo que se sitúa en el 4,9 por ciento. Los tipos de interés reales, sin embargo, evolucionaron de manera muy diferente. En 1987 se produjo un alza en el coste real muy drástica respecto al año anterior, y se mantuvieron muy elevados hasta 1993, y también desde ese año disminuyeron gradualmente hasta 1999, en que el coste real toma su valor mínimo del periodo en el 2 por ciento.

Si se considera adicionalmente la deducción fiscal por la financiación ajena, el coste efectivo más alto se produce de 1987 a 1990, en que ronda el 6 por ciento. Desde 1993, la disminución del coste es acusada, pero hasta los tres úl-

Cuadro n.º 7: **Coste de la financiación bancaria**

Año	Tipo de interés nominal (i)	Coste financiero real ( $i_r$ )	Coste efectivo de la Deuda ( $k_d$ )
1983	18,3	6,0	2,4
1984	17,5	6,0	2,5
1985	16,2	7,1	3,9
1986	14,9	3,6	0,6
1987	16,5	10,1	6,8
1988	15,0	8,8	5,8
1989	17,0	9,3	5,9
1990	17,6	9,5	6,0
1991	15,8	8,1	5,0
1992	16,5	9,0	5,7
1993	12,5	7,8	5,3
1994	10,6	6,4	4,2
1995	11,2	6,1	3,8
1996	8,8	5,5	3,7
1997	6,8	4,5	3,1
1998	5,5	3,0	1,9
1999	4,9	2,0	1,0
2000	6,3	2,8	1,6
Media 83-86	16,7	5,7	2,3
Media 87-93	15,8	8,9	5,8
Media 94-97	9,3	5,6	3,7
Media 98-2000	5,6	2,6	1,5

Todas las cifras en porcentaje.

Tipo de interés nominal es el tipo libre medio anual de las operaciones de préstamo de 1 a 3 años de la banca privada.

$$i_r = [(1 + i) / (1 + \rho)] - 1$$

$k_d = i_r - 0,2 \cdot i$ ; donde 0,2 es el tipo promedio del impuesto sobre beneficios calculado como impuesto sobre beneficios dividido entre el beneficio de las empresas con resultado positivo en la muestra total.

Fuente: Elaboración propia a partir del Instituto Nacional de Estadística. Base de datos Tempus.

timos años (1998-2000) no se alcanzan tasas inferiores al 3 por ciento, como las existentes en los años iniciales de 1983 y 1984.

En el cuadro n.º 8 se presentan los porcentajes de financiación propia y ajena para el total de empresas, empresas privadas y empresas pequeñas. Los flu-



jos de financiación propia son la suma de la autofinanciación más la aportación neta de accionistas.

La financiación de las empresas es principalmente financiación propia, y en

especial en el caso de las pequeñas empresas. La principal diferencia que se observa entre la estructura financiera de unas muestras y otras se refiere a la estabilidad en la relación entre financiación propia y financiación ajena.

Cuadro n.º 8: **Financiación propia y ajena. Coste relativo**

Año	Total Empresas		Empresas Privadas		Empresas Pequeñas	
	F. Propia	F. Ajena	F. Propia	F. Ajena	F. Propia	F. Ajena
1983	45,0	49,0	41,9	58,1	64,1	34,4
1984	66,3	32,2	50,9	47,4	76,7	21,7
1985	60,7	32,5	57,9	38,8	81,9	16,1
1986	131,5	-36,2	135,0	-37,8	79,3	20,4
1987	96,6	-1,0	101,9	-8,8	70,7	27,0
1988	94,5	-1,6	96,9	0,7	73,9	25,8
1989	78,5	18,8	86,8	13,0	74,1	24,7
1990	64,7	33,6	68,7	32,2	77,5	19,7
1991	63,1	34,2	72,0	29,4	68,8	28,6
1992	68,9	36,4	66,1	44,1	55,7	39,6
1993	88,8	13,7	84,6	13,5	78,7	13,8
1994	121,7	-23,8	136,2	-43,4	80,6	14,7
1995	110,6	-9,9	103,6	-2,0	80,8	14,5
1996	128,8	-19,3	103,6	1,2	82,3	13,8
1997	88,7	17,0	88,2	15,8	82,2	13,5
1998	68,8	33,1	66,7	36,4	76,2	19,7
1999	52,9	48,7	50,6	51,2	56,4	41,7
2000	58,7	44,0	56,1	46,5	66,6	30,2
Media 83-85	57,3	37,9	50,2	48,1	74,2	24,1
Media 86-89	100,3	-5,0	105,2	-8,2	74,5	24,5
Media 90-92	65,6	34,7	68,9	35,2	67,3	29,3
Media 93-96	112,5	-9,8	107,0	-7,7	80,6	14,2
Media 97-2000	67,3	35,7	65,4	37,5	70,4	26,3

Todas las cifras en porcentaje.

F. Propios es autofinanciación + aportación de accionistas.

F. Propia + F. Ajena no suman 100 debido a la existencia de Otros: subvenciones de capital, etc.

Fuente: Elaboración propia a partir de Central de Balances del Banco de España.

En el caso de las empresas pequeñas, el porcentaje de financiación propia oscila entre el 67,3 por ciento en el promedio de 1990-1992, y el 80,6 por ciento en el promedio de 1993 a 1996, es decir, una diferencia de 13 puntos porcentuales. En la muestra total de empresas, los porcentajes oscilan entre un 57,3% en el promedio de 1983-1985, y un 112,5% para el promedio del periodo 1993-1996, es decir una diferencia de 55 puntos porcentuales. En general, se desprende de los datos analizados que el porcentaje de financiación propia tiene una evolución muy similar al de autofinanciación.

La composición de la financiación de las empresas pequeñas sugiere la ausencia de discrecionalidad en la elección de las fuentes de financiación, lo que sugeriría que las asimetrías informativas condicionan y limitan la financiación de las empresas de menor dimensión. Sin embargo las empresas de mayor tamaño disponen de la discrecionalidad suficiente para modificar a lo largo del tiempo su estructura financiera, pudiendo decidir qué porción de los recursos generados dedican a autofinanciación.

## 6. FUENTES DE FINANCIACIÓN EXTERNA

En este apartado, se analiza la evolución y estructura de las fuentes de financiación externas que han posibilitado esos incrementos en los activos que se pone de manifiesto en el apartado tercero. Para ello, en el cuadro n.º 9 vienen reflejados los porcentajes sobre los flujos

de operaciones de Activos Netos. Como se observa en la columna primera, el total de las empresas españolas han recurrido a financiación externa en porcentajes que oscilan entre el 11,0 en el año 1994 y el 80,4 en el año 2000, que corresponden con periodos en los que la tasa de crecimiento de activos ha sido la menor y la mayor respectivamente. Por periodos de tiempo destacamos también que se han producido dos situaciones muy marcadas: por un lado los años 1983-1985, 1990-1992 y 1997-2000 corresponden con periodos en los que la financiación externa ha superado ampliamente el 50 por cien de las necesidades, y por otro lado los años de 1986 a 1989 y de 1993 a 1996 en los que se aprecia que el recurso a la financiación externa sólo era requerido entre un 23 y un 29 del total de la financiación de las empresas.

De esta necesidad de financiación externa, se aprecia en las columnas segunda y tercera, que los accionistas aportan financiación necesaria desde el 13,5 en el año 1983 hasta el 55,2 en el año 1986, mientras que la financiación ajena lo hace en la cantidad necesaria hasta completar el total de financiación externa. Tomando los datos medios de los periodos de tiempo, se aprecia una cierta estabilidad en la aportación neta de accionistas para todos los años contemplados, que ronda entre el 20 y el 30% del total.

Las tres últimas columnas nos muestran cuál es la distribución de la financiación ajena entre financiación de entidades de crédito, financiación del mercado y otros. Los datos que se nos muestran no hacen sino reflejar la tendencia marcada en las

Cuadro n.º 9: **Financiación Externa. Composición. Total empresas CBBE**

Año	F. Externa					
	Aportación neta de accionistas	F. Ajena	F. de			F. de Otros o sin clasificar
			Entidades de Crédito	del mercado		
1983	62,5	13,5	49,0	51,9	2,7	-5,6
1984	59,3	27,1	32,2	6,4	22,0	3,9
1985	65,0	32,5	32,5	2,4	9,2	20,9
1986	18,9	55,2	-36,2	-40,2	13,3	-9,4
1987	35,4	36,4	-1,0	9,0	-5,2	-4,8
1988	31,0	32,6	-1,6	-5,8	1,4	2,9
1989	34,4	15,7	18,8	11,7	-4,0	11,1
1990	49,4	15,8	33,6	16,8	10,6	6,2
1991	54,0	19,9	34,2	18,3	4,1	11,7
1992	63,0	26,5	36,4	15,9	4,3	16,2
1993	47,4	33,7	13,7	-7,3	-1,9	22,9
1994	11,0	34,7	-23,8	-7,3	-15,7	-0,8
1995	26,0	35,9	-9,9	2,6	-11,8	-0,7
1996	10,7	30,1	-19,3	-15,1	-9,0	4,7
1997	31,9	14,9	17,0	13,3	-2,8	6,5
1998	47,1	14,0	33,1	12,8	-1,0	21,3
1999	70,2	21,5	48,7	1,5	2,9	44,2
2000	80,4	36,3	44,0	9,1	-2,5	37,4
Media 83-85	62,2	24,3	37,9	20,2	11,3	6,4
Media 86-89	29,9	34,9	-5,0	-6,3	1,4	0,0
Media 90-92	55,5	20,7	34,7	17,0	6,3	11,4
Media 93-96	23,8	33,6	-9,8	-6,7	-9,6	6,5
Media 97-2000	57,4	21,7	35,7	9,2	-0,8	27,4

Todas la cifras en porcentaje de los flujos de operaciones de Activo netos. Operaciones de Activo neto son los flujos totales de activo brutos de amortizaciones y provisiones menos flujos de deudas comerciales y otras sin coste.

Nota: Las tasas de 1996 están corregidas por el ajuste contable en las empresas eléctricas debidos a la *titulación* de la deuda generada por la moratoria nuclear.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

columnas anteriores: los años en los que las empresas recurren en mayor medida a la financiación externa aumenta la financiación ajena de las tres formas posibles y los años en los que no es necesario recurrir a esa financiación, disminuye en la misma proporción, incluso amortizando parte de la deuda contraída por las empresas. Destacar especialmente que el periodo de 1997 a 2000 cobra especial relevancia la fuente financiera de Otros o sin clasificar, (27,4% de media para el periodo 97-2000).

Analizando en detalle esa partida de financiación, a partir de los cuestionarios de Central de Balances, se concluye que ese considerable aumento de financiación se debe casi exclusivamente a la partida de deudas con empresas del grupo y asociadas, es decir, que son las propias empresas del grupo las que aportan esa financiación. Este hecho es relevante pues si suponemos una representación de los grupos de empresas en la muestra, tales flujos quedarían también valorados como incrementos de los activos de carácter financiero (en particular inmovilizado financiero). Es decir, parte del incremento en la inversión financiera, y simultáneamente en la financiación ajena de otros, se debe a la constitución de grupos empresariales a partir de la segregación de actividades de las grandes corporaciones durante los años de 1997 a 2000. Supone por tanto un doble cómputo de la propia inversión no financiera.

El cuadro 10 representa también la composición y las necesidades de financiación externa por parte de las empresas pequeñas. Analizando los datos de

este cuadro con el anterior, se aprecian diferencias considerables en la financiación de las empresas según sea su tamaño. Las pequeñas recurren a la financiación externa en una cuantía muy estable durante el periodo analizado. Así, el porcentaje que estas fuentes externas suponen del total de las necesidades oscila de media entre un 23,2 por cien en el periodo 1993-1996 y un 41,3 por cien en el periodo de 1990 a 1992 que es en promedio menor a su utilización en la muestra total. Respecto al origen de esa financiación externa, su composición también permanece relativamente estable en el periodo analizado, suponiendo aproximadamente una tercera parte aportación neta de accionistas y dos terceras partes financiación ajena, y especialmente dentro de esta última la financiación de entidades de crédito. Merece destacarse el casi nulo acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación del mercado como fuente de financiación, rasgo ya conocido.

En términos generales, se puede destacar la menor flexibilidad en la composición de la financiación en las empresas pequeñas frente a las grandes. Sin embargo, no quiere decir que en términos absolutos a lo largo del tiempo ésta sea relativamente estable, pues el crecimiento de las empresas es variable a lo largo del tiempo. Si por un lado se observa la estabilidad en el porcentaje de autofinanciación, y ésta también se observa en la financiación de entidades de crédito, al mismo tiempo que las necesidades financieras han sido muy variables en el tiempo, se interpretan estas cifras como una asociación entre autofinanciación y finan-

Cuadro n.º 10: **Financiación Externa. Composición. Empresas pequeñas de CBBE**

Año	F. Externa					
	Aportación neta de accionistas	F. Ajena				
		F. de Entidades de Crédito	F. del mercado	F. de Otros o sin clasificar		
1983	48,4	14,0	34,4	28,6	0,6	5,2
1984	37,8	16,1	21,7	14,8	2,2	4,7
1985	29,2	13,1	16,1	11,7	0,4	4,0
1986	32,1	11,7	20,4	16,6	-0,6	4,3
1987	38,4	11,4	27,0	22,5	-0,3	4,7
1988	39,4	13,6	25,8	22,5	-0,1	3,4
1989	38,7	14,0	24,7	18,9	-0,1	5,9
1990	35,1	15,4	19,7	13,3	-0,1	6,4
1991	39,8	11,2	28,6	23,0	0,3	5,4
1992	48,9	9,3	39,6	32,7	-0,1	7,1
1993	28,3	14,5	13,8	9,9	0,0	3,8
1994	24,2	9,5	14,7	14,1	0,0	0,7
1995	21,7	7,3	14,5	10,2	0,0	4,3
1996	18,6	4,8	13,8	9,4	0,0	4,4
1997	18,5	5,0	13,5	11,0	0,0	2,5
1998	18,5	-1,2	19,7	17,2	0,0	2,6
1999	47,8	6,0	41,7	35,2	0,0	6,5
2000	33,6	3,3	30,2	23,0	0,0	7,3
Media 83-85	38,5	14,4	24,1	18,4	1,1	4,6
Media 86-89	37,2	12,7	24,5	20,1	-0,3	4,6
Media 90-92	41,3	11,9	29,3	23,0	0,0	6,3
Media 93-96	23,2	9,0	14,2	10,9	0,0	3,3
Media 97-2000	29,6	3,3	26,3	21,6	0,0	4,7

Todas la cifras en porcentaje de los flujos de operaciones de Activo netos. Operaciones de Activo neto son los flujos totales de activo brutos de amortizaciones y provisiones menos flujos de deudas comerciales y otras sin coste.

Nota: Las tasas de 1996 están corregidas por el ajuste contable en las empresas eléctricas debidos a la *titulación* de la deuda generada por la moratoria nuclear.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

ciación de entidades de crédito. Además es destacable que, en promedio y en términos relativos, es más importante la financiación de entidades de crédito para las empresas pequeñas que para las grandes.

De la comparación de la financiación de las empresas grandes (muestra total) y las empresas pequeñas en los años de 1997 a 2000, se obtienen algunas lecturas de interés. Los indicios apuntados más arriba señalan que en una parte del elevado incremento en los activos financieros durante estos años, obedece a la financiación a otras empresas del grupo. A pesar de ello, y aun eliminado este efecto de créditos cruzados entre empresas de un mismo grupo, la inversión financiera durante estos últimos años es muy importante debido principalmente a la internacionalización creciente de las grandes empresas españolas.

Se comprueba que las necesidades de financiación externa son principalmente cubiertas con aportación de accionistas y, en menor medida, con financiación de entidades de crédito. Resulta llamativa la ausencia en términos agregados de financiación ajena obtenida a través del mercado. Por otro lado, las empresas pequeñas cubren el incremento de financiación necesaria a través de la financiación bancaria y durante los últimos años es de destacar la escasa aportación de fondos por parte de los accionistas propietarios.

Por tanto, el incremento del peso de los inversores institucionales y/o fondos de inversión en la economía española, sólo parece manifestarse en el incremen-

to de la financiación a través de ampliaciones de capital en empresas grandes, pero no a través de las emisiones de títulos de deuda.

## **7. CONCLUSIONES**

El objetivo del artículo es analizar la evolución de la inversión y financiación de las empresas españolas no financieras de 1983 a 2000. El análisis se realiza a partir de la información disponible en la Central de Balances del Banco de España para ese periodo y, fundamentalmente, a partir de los estados de operaciones patrimoniales que permiten obtener información de las variaciones de activos y pasivos no provocadas por ajustes contables o revalorizaciones. Se analizan paralelamente las muestras de empresas privadas, medianas y pequeñas, principalmente para salvar el sesgo que ofrece la muestra hacia las empresas grandes. A este respecto, el total de empresas muestra una evolución coincidente con la del grupo de empresas privadas, que a su vez está determinada por las empresas de gran tamaño.

El trabajo no pretende contrastar de forma rigurosa la existencia de interrelaciones entre la inversión y financiación empresarial, sino valorar los hechos estilizados más relevantes a partir de las teorías de los mercados financieros en presencia de asimetrías de información. También se desea averiguar los efectos sobre la inversión y financiación de las empresas españolas, de los cambios en la regulación de los mercados y el desarrollo de los inversores institucionales en

los últimos años que, según algunos han desencadenado procesos de convergencia en los modelos de relaciones entre banca y empresa en diferentes países.

Un primer aspecto destacable es que la evolución de la inversión total, entendida como incremento de los activos totales, no coincide con la evolución de la inversión en inmovilizado material, es decir, con la evolución de la formación bruta de capital fijo en términos agregados, al menos por lo que se refiere a las empresas grandes. La mayor divergencia se produce en los años de 1998 a 2000 en los que tiene lugar un incremento muy fuerte en el inmovilizado financiero, consecuencia en parte de operaciones financieras intragrupo en el colectivo de grandes empresas. En el grupo de las empresas pequeñas y medianas, la correspondencia entre incremento del inmovilizado no financiero e incremento del activo total es mucho mayor. Se constata también que en el colectivo de empresas pequeñas y medianas el crecimiento medio es mayor y más volátil que en el colectivo de las grandes.

El estudio de la evolución temporal de los recursos generados y tasas de autofinanciación en relación al volumen de inversiones en el activo operaciones, lleva a la conclusión de que, en el caso de las empresas pequeñas y medianas, existe una estrecha asociación entre recursos generados e inversión. Esta evidencia sugiere que el colectivo de empresas medianas y pequeñas está afectado por restricciones financieras de manera que su crecimiento debe acomodarse a la generación de recursos internos. En el caso de

las empresas grandes, el porcentaje de recursos financieros y de autofinanciación sobre inversión total es muy variable, lo que induce a pensar que sus decisiones de inversión no se ven condicionadas por la disponibilidad de recursos auto generados, puesto que disponen de mayor flexibilidad en sus alternativas financieras. Sin embargo entre las empresas grandes sí se observa una estrecha relación entre recursos generados internamente y autofinanciación, evidencia que sugiere la preferencia de recursos financieros internos (beneficios retenidos) sobre los externos a la hora de decidir la forma de financiar las inversiones. Las preferencias entre financiación interna y externa se traducen también en una tasa estable de beneficios distribuidos como dividendos en cada periodo.

Respecto al análisis de la financiación externa de las empresas, destaca que las principales fuentes de fondos son distintas para las empresas grandes que para las pequeñas. Las empresas grandes obtienen la mayor parte de su financiación de fuentes externa y en particular a través de las aportaciones de los accionistas (entre un 20 y un 30 por ciento), mientras que en las empresas pequeñas es la financiación de entidades de crédito la que representa un porcentaje más estable de la inversión total. Es relevante también la escasa importancia de la financiación a través de títulos de deuda, no sólo para las empresas pequeñas, sino también para las grandes.

El incremento en la participación de la financiación institucional, principalmente a través de los fondos de inversión, no muestra efecto alguno sobre la

estructura financiera de las empresas españolas en los últimos años. Era de esperar que el desarrollo de los inversores institucionales en el conjunto de la economía española durante los últimos años hubiera favorecido un desarrollo paralelo de los mercados de deuda empresarial, pero la evidencia empírica

disponible no confirma esta hipótesis. En cambio, el mercado de acciones sí ha adquirido un protagonismo importante pues las grandes empresas españolas han acudido a este mercado para financiar una parte sustancial de las inversiones que han realizado en su proceso de internacionalización.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO DE ESPAÑA (2002): «La Inversión Productiva en el último Ciclo». *Boletín Económico*. Banco de España. Abril 2002.
- CÁMARAS DE COMERCIO, INDUSTRIA Y NAVEGACIÓN (2001): *La Creación de Empresas en España*. Cámaras de Comercio, Industria y Navegación. Servicio de Estudios. En [<http://www.cameras.org/>]. Consulta: junio de 2002.
- DIAMOND, D.W. (1984): «Financial Intermediation and Delegated Monitoring». *Review of Economic Studies*. n.º 51.
- ESPIÑA, M. Y RUIZ, F.J. (1996): «El Pago de Dividendos y los Beneficios en el Mercado de Capitales Español». *Boletín de Estudios Económicos*. 51 (157).
- FAMA, E. y M. JENSEN (1983): «Separation of Ownership and Control» *Journal of Law and Economics*. N. 26.
- FAZZARI, F., G. HUBBARD y C. PETERSEN (1988): «Financing Constraints and Corporate Investment». *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 1.
- HERNANDO, I. y TIOMO, A. (2002): «Financial Constraints and Investment in France and Spain: A Comparison Using Firm Level Data». en *French and Spanish Financial Corporations*. Banco de España. Madrid.
- IZQUIERDO, M. y MATEA, M. L. (2001): «Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios de calidad en los productos». *Estudios Económicos. Banco de España*. n.º 71.
- JENSEN, M.C. y W. H. MECKLING (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics* III.
- LELAND, H. y D. PYLE (1977): «Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation». *Journal of Finance*. Vol. 32.
- MAROTO, J.A. y MELLE, M. (2000): «Los Sistemas Financieros y la Financiación Empresarial. Pautas de Comportamiento del Crédito Bancario. Un Análisis Comparado Internacional». *Papeles de Economía Española*. n.º 84-85.
- MIGUEL, A. de, y J. PINDADO (2001). «Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data», *Journal of Corporate Finance*. Vol. 7 (1).
- MYERS, S. y N.S. MAJLUF (1984): «Corporate Finance and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have». *Journal of Financial Economics*, 13.
- OCAÑA, C., V. SALAS, y J. VALLÉS (1994): «Un Análisis Empírico de la Financiación de la Pequeña y Mediana Empresa Manufacturera Española: 1983-1989». *Moneda y Crédito*, n.º 199.
- PAMPILLON, F. (2000): «Consideraciones sobre la Estructura Financiera. Una Aproximación al Sistema Financiero Español». *Papeles de Economía Española*. n.º 84-85.
- SAÁ, J. (1991): «Los determinantes de las decisiones sobre fuentes de financiación de las empresas españolas». *Moneda y Crédito* n.º 193.
- SCHLEIFER, A. y R. VISHNY (1997): «Review of the Literature on Corporate Governance». *Journal of Finance*, 52.
- ZOIDO, M. E. (1998): «Un estudio de las participaciones accionarias de los bancos en las empresas españolas». *Investigaciones Económicas* 22(3), 8.

## APÉNDICE N.º 1

Cuadro A.1: **Correspondencias entre las rúbricas del estado de operaciones patrimoniales y las utilizadas en este trabajo**

Flujos de Activo	
Partidas de Central de Balances	
Activo Inmovilizado	Activo Inmovilizado
Inmovilizado Material	Inmovilizado Material
Operaciones de Activo Neto	Operaciones patrimoniales de activos – Financiación a corto plazo sin coste
Flujos de Pasivo	
Partidas de Central de Balances	
Autofinanciación	Autofinanciación
Otros	Subvenciones de capital recibidas + Condonación de deudas por terceros – Reconocimiento de deudas a terceros
Financiación externa	
Aportación neta de accionistas	Aportación de accionistas – Distribución a accionistas
Ajena	
de entidades de crédito	Financiación de entidades de crédito a largo plazo + Financiación de entidades de crédito a corto plazo
del mercado	Obligaciones y valores negociables a largo plazo + Obligaciones y valores negociables a corto plazo
resto	Otros recursos ajenos a largo plazo + Otra financiación a corto plazo con coste