
EVOLUCIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA NO FINANCIERA. 1983-2001. ANÁLISIS ECONÓMICO^(*).

.....
MARISA RAMÍREZ ALESÓN
JORGE ROSELL MARTÍNEZ
VICENTE SALAS FUMÁS

Departamento de Economía y Dirección de Empresas
Universidad de Zaragoza

ESTE TRABAJO PROPORCIONA UN ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS ÚLTIMOS VEINTE AÑOS A PARTIR DEL COMPORTAMIENTO Y RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN CON LA

203

Central de Balances del Banco de España. El comportamiento de las empresas se estudia a partir de decisiones reales, como inversión y empleo, y decisiones financieras, como su estructura de capital y composición del endeudamiento. Los resultados de la empresa se resumen en su capacidad para obtener una rentabilidad de los activos invertidos al menos igual al coste de oportunidad de los fondos con los que éstos se financian, es decir, si la empresa crea o no riqueza neta para la sociedad. Las evidencias obtenidas completan la visión de la economía española que se obtiene a partir de los datos de contabilidad

nacional y llevan a la conclusión que, por obvia, no debe dejar de recordarse, la actividad económica en España, inversión y empleo, está estrechamente relacionada con la capacidad de las empresas para obtener beneficios económicos con su producción.

En las últimas dos décadas, la empresa española no financiera ha protagonizado y se ha visto al mismo tiempo afectada por el proceso de transformación vivido por la economía española. A principios de los años ochenta, se completaba el traumático proceso de reconversión industrial que se

había visto precipitado por la crisis petrolera de los setenta, consolidándose la desaparición de parte de la industria básica y de la industria pesada a favor del sector terciario. La transformación productiva afecta también al sector financiero en un período de estrechas relaciones entre la banca y las empresas.

La entrada de España en la entonces llamada Comunidad Económica Europea provocó su apertura económica al exterior, que se plasmó, durante la segunda mitad de los ochenta, en la entrada en nuestro país de un fuerte volumen de inversión exterior di-

EVOLUCIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA NO FINANCIERA. 1983-2001...

rentabilidad y el coste de oportunidad de la financiación.

Para paliar las posibles distorsiones derivadas de utilizar precios históricos en un período donde la inflación y el progreso técnico incorporado en los bienes de capital son importantes, previamente a cualquier análisis los estados contables elaborados por la Central de Balances se revisan para expresar los activos inmovilizados no financieros a valores corrientes o de reposición, aplicando para ello una metodología sistemática a partir del año base de 1983 (año de aplicación de una ley de actualización de balances de ámbito estatal, libre de coste fiscal y de aplicación generalizada) (1). Adicionalmente, se han corregido las cuentas de resultados para acercar el beneficio contable al beneficio económico. Las correcciones incluyen imputar como plusvalías o minusvalías las variaciones en el período de los valores de reposición de los activos, sustraer la pérdida de valor real en los activos financieros del balance por la inflación, ajustar la amortización a precios corrientes y calcular los costes financieros según el coste financiero real (descontada la inflación).

Para el análisis de la estructura económica de la empresa y, posteriormente, de la actividad financiera, se han separado las actividades de explotación y financieras, tanto en los activos de la empresa como en los ingresos. Esta descomposición, Activo de Explotación y Activos Financieros y sus partidas correspondientes, se basa en que los activos de explotación son los que se aplican al proceso productivo, junto al resto de factores, para obtener el *output* propio de la explotación. Y, sin embargo, los activos financieros son el único factor relevante para la obtención de los ingresos financieros en el desarrollo de una actividad distinta a la propia de la empresa. Finalmente, quedarán de nuevo integrados en el análisis de la rentabilidad para el accionista y de la creación de riqueza (2).

CRECIMIENTO INTERNO Y ESTRUCTURA DE LAS EMPRESAS

Son las decisiones de crecimiento de las empresas quizás las más relevantes desde

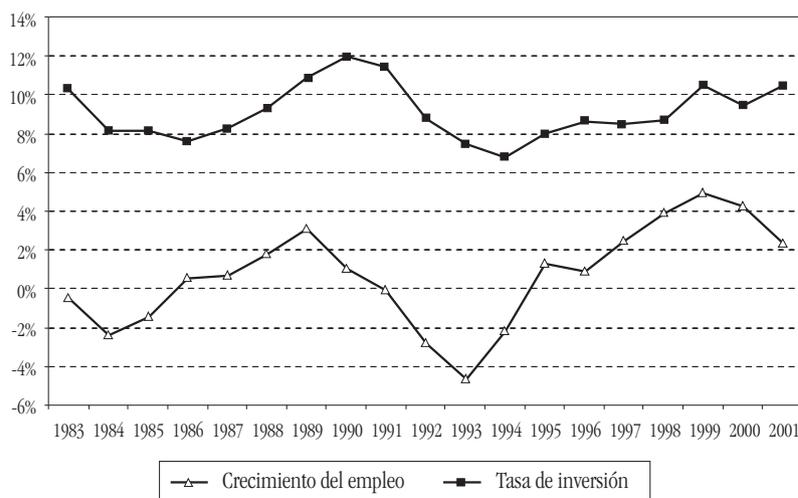
CUADRO 1
NÚMERO DE EMPRESAS Y DE TRABAJADORES EN LA MUESTRA DE CENTRAL DE BALANCES. DISTINTAS BASES

	1983	1987	1993	1999	2001
Número de empresas	3.272,0	7.528,0	7.366,0	8.249,0	6.247,0
Número de trabajadores (a)	1.349,0	1.503,8	1.355,3	1.656,8	1.303,4

(a) En miles de personas.

FUENTE: Central de Balances del Banco de España.

GRÁFICO 1
TASAS DE CRECIMIENTO DEL EMPLEO Y DE LA INVERSIÓN



Nota: Crecimiento del empleo medio en empresas comunes de año en año. Tasa de inversión es el cociente entre flujo de inversión material neta y valor del inmovilizado material valorado a precios corrientes.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

el punto de vista de la economía general de un país. Tales decisiones van asociadas a las expectativas favorables o desfavorables de beneficios que se derivan de crecer y están fuertemente relacionadas con los ciclos económicos. En el gráfico 1 se presentan las tasas de inversión y de crecimiento del empleo en las empresas de la muestra desde 1983 a 2001.

Las tasas de crecimiento del empleo revelan el ciclo económico que transcurre desde 1984 (año en el que el empleo crece al -2%) hasta 1993 (con una tasa de crecimiento del -4%), cuando en el año de mayor crecimiento, 1989, el empleo crece al 3% anual. A partir de 1993 arranca un nuevo ciclo, que en 2001 parece mostrar los primeros síntomas de agotamiento, pero que aún mantiene tasas significativas de crecimiento del empleo en el 2% anual.

Durante los años 1993 a 2001 el empleo llega a crecer el 5% anual en 1999.

Cuando el comportamiento del ciclo se analiza a partir de la inversión en inmovilizado material se observa el paralelismo general con el empleo, aunque con un cierto retraso de aproximadamente dos ejercicios económicos. El retraso obedece, probablemente, al tiempo que transcurre desde que se detectan las oportunidades de beneficio y se decide la inversión, hasta que ésta se materializa y aparece contabilizada en el balance, y al exceso de capacidad que acostumbra a manifestarse en el *input* capital, debido a los altos costes de ajuste en comparación con el ajuste en el número de trabajadores, sobre todo cuando en éstos una parte significativa son temporales. Así, según las tasas de inversión, el primer ciclo arrancararía en 1986 y terminaría en 1994. El

segundo ciclo sólo sería apreciable en su fase de expansión, pues desde 1994 a 2001 la inversión presenta una tendencia general a aumentar y en el último año no ofrece todavía una moderación perceptible.

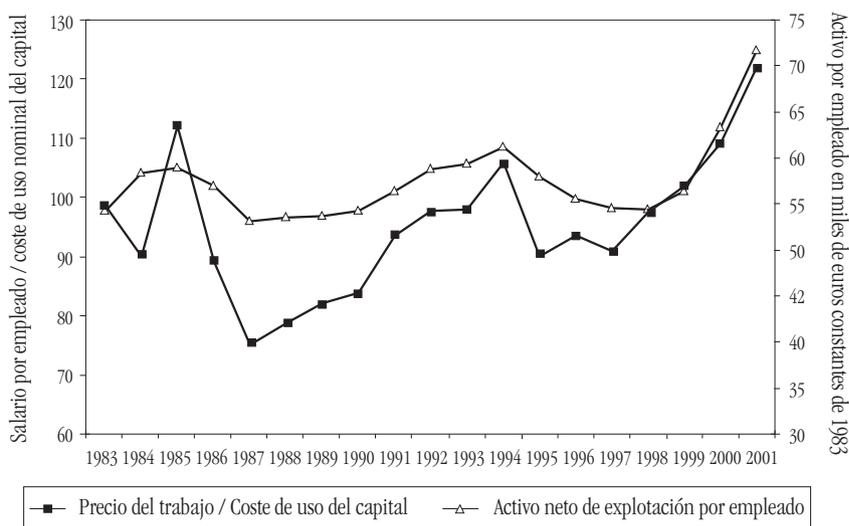
Sin embargo, no es la lectura de la duración de los últimos ciclos económicos (conocida a partir de la propia evolución del PIB) la más relevante, sino la diferente evolución de la demanda de los dos factores, capital y trabajo, durante cada uno de los ciclos económicos. Si comparamos los años desde 1987 a 1990 con los años desde 1997 a 2000, los de mayor crecimiento económico en ambas fases expansivas, se observa una clara asimetría en las tasas de crecimiento del empleo y en las tasas de inversión. Entre 1987 y 1991 la tasa de inversión se sitúa, en promedio, por encima del 10% y supera el 11% en tres de los años. En la fase expansiva de finales de los noventa, las tasas de inversión, en los años de valores máximos, rondan el 10%, es decir, en el primer ciclo la tasa de inversión supera en más de un punto porcentual la tasa del segundo (3).

Lo contrario ocurre si se comparan las tasas de crecimiento del empleo entre ambos períodos. Desde 1987 a 1990 las tasas de crecimiento del empleo rondan el 2%, mientras que desde 1997 a 2000 el empleo crece por encima del 3% (4).

Dada la sustitución entre los factores de producción y la racionalidad de las empresas, el comportamiento de la inversión y el empleo en el tiempo reflejarán también la evolución de los precios relativos de capital y trabajo. Las empresas minimizan sus costes de producción mediante la elección de una demanda relativa de factores que guarde relación inversa con los precios relativos de ambos factores. Cuando se produzca un encarecimiento relativo del factor trabajo frente al capital (o exista tal expectativa) los empresarios tenderán a sustituir, en términos relativos, trabajo por capital, mientras que lo contrario ocurrirá cuando los costes del capital crezcan por encima de lo que crecen los costes laborales.

El factor trabajo presenta un grado mayor de flexibilidad en su demanda, por lo que si se mide la demanda relativa de los factores a través del cociente entre activos y

GRÁFICO 2
COSTE RELATIVO Y DEMANDA RELATIVA DE LOS FACTORES DE PRODUCCIÓN



Nota: El coste relativo de los factores se calcula como el cociente entre el salario medio por empleado y el coste de uso del capital nominal. La demanda relativa es el cociente entre activo de explotación y número medio de trabajadores, donde el inmovilizado está multiplicado por el grado de utilización medio de la capacidad productiva, según la encuesta de coyuntura industrial del Ministerio de Ciencia y Tecnología. Se expresa en miles de euros constantes de 1983, utilizando para ello el deflactor de la formación bruta de capital fijo para el inmovilizado y el deflactor del producto interior bruto para el resto del activo.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del Bolefín estadístico del Banco de España.

empleo, puede aparecer como intensificación del capital lo que realmente sea un proceso de ajuste coyuntural del empleo. A la hora de observar la respuesta de la demanda de factores a los cambios en los precios relativos, se debe considerar, por tanto, el diferente grado de utilización de la capacidad productiva a lo largo del tiempo. En el gráfico 2 se presentan las series referidas a coste relativo de los factores, medido por el cociente entre el salario medio por trabajador y el coste de uso del capital, y demanda relativa de los factores, medida por el activo de explotación a precios constantes ajustado por la utilización de la capacidad, y dividido también por el número medio de trabajadores.

Aunque el comportamiento de los precios relativos es durante algunos años algo errático en sus variaciones, se distinguen en términos generales tres períodos. El más claro es el que dura desde 1987 a 1994, en el que todos los años crece el coste relativo del factor trabajo, que pasa de 75,2 miles de euros en 1987 a 106,1 miles de euros en 1994. En esos mismos años es también evidente la tendencia a crecer del activo por

empleado, que pasa de 53,2 miles de euros en 1987 a 61,3 miles de euros en 1994 por trabajador a precios constantes. Desde 1994 a 1997, el precio relativo del trabajo tiende a reducirse, y durante esos años también se reduce la dotación media de capital por trabajador hasta los 54,6 miles de euros.

A partir de 1997, arranca nuevamente una tendencia al encarecimiento relativo del trabajo, a lo que las empresas responden con nuevos incrementos en la demanda relativa de capital (a partir de 1998 y 1999), es decir, con una nueva sustitución relativa de trabajo por capital (5). Sin entrar en el detalle de cómo se produce la senda de ajuste a la *ratio* óptima de demanda relativa de los factores o su grado de flexibilidad, sí que se pone de manifiesto, en el gráfico 2, que existe una sensibilidad de la demanda de los factores de producción, por parte del sector de empresas no financieras, a los cambios en sus precios relativos.

Pero estos datos tienen implicaciones que van más allá de la constatación del com-

CUADRO 2
PRODUCTIVIDAD Y COSTES DE PRODUCCIÓN. PROMEDIOS DE NIVELES Y DE TASAS DE VARIACIÓN ANUALES

		1983-1986	1987-1990	1991-1993	1994-1996	1997-2000 (*)
Productividad del trabajo (valor añadido real por empleado)	Nivel	20,380	21,420	21,170	21,460	21,310
	Variación %	2,000	0,700	-0,500	-0,100	1,000
Salario medio real	Nivel	11,410	11,990	12,900	12,220	11,560
	Variación %	-1,000	2,900	1,100	-2,800	-0,700
Costes laborales sobre valor añadido (coste laboral unitario)	Nivel	0,560	0,560	0,609	0,569	0,543
	Variación %	-2,900	2,200	1,700	-2,700	-1,700
Productividad del capital (valor añadido / activo de explotación)	Nivel	0,356	0,398	0,363	0,368	0,373
	Variación %	0,400	2,000	-3,400	2,100	-2,200
Coste de uso del capital	Nivel	0,118	0,150	0,134	0,127	0,116
	Variación %	3,800	4,900	-3,900	-1,000	-4,400
Grado de utilización del capital	Variación %	-0,100	-0,200	-3,300	2,400	1,500
Costes de capital sobre valor añadido	Nivel	0,396	0,453	0,476	0,430	0,372
	Variación %	3,100	3,100	2,800	-5,200	-3,600
Productividad total	Variación %	1,200	1,200	-1,800	0,900	-0,500
Coste unitario total	Nivel	0,956	1,012	1,085	0,999	0,915
	Variación %	-0,800	2,500	2,200	-3,900	-2,500

(*) El último período termina en 2000, para evitar los sesgos de la base sin cerrar en el último año, especialmente significativos en las estimaciones de productividad y en las variaciones interanuales.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

portamiento racional de las empresas en sus decisiones de crecimiento; como se verá a lo largo de las siguientes páginas, afectan a la forma de medir la productividad, a la evolución de los márgenes a corto plazo o a la propia composición de la rentabilidad empresarial.

PRODUCTIVIDAD Y COSTES DE PRODUCCIÓN

La manera más difundida de medir la productividad empresarial, tanto en las comparaciones internacionales como en su evolución temporal, es a través de la productividad del trabajo, resultante de dividir la producción del período (por ejemplo, el PIB) entre el número de personas ocupadas. En el presente análisis, dedicado a un período largo, y dado que se ha observado que ha habido cambios significativos en la dotación de capital por trabajador, la utilización de una medida parcial nos llevaría a conclusiones erróneas, por lo que en el presente apartado se estimará además la evolución de la productividad total, que ofrecerá una medida más precisa del progreso técnico incorporado en las empresas españolas no financieras durante el período de estudio.

En el cuadro 2 se presentan las estimaciones de productividad y costes de los factores así como la productividad y coste de producción total. El primer bloque se refiere al factor trabajo y se muestra su productividad parcial, el coste unitario del factor y el coste laboral unitario (cociente entre salario medio real y productividad del trabajo). El segundo bloque corresponde al factor capital y, siguiendo el mismo orden, presenta la productividad parcial, su coste unitario, se introduce el grado de utilización medio de la capacidad productiva y finalmente el coste de capital sobre valor añadido. El último bloque recoge el coste unitario total (es la suma de coste laboral unitario y coste de capital sobre valor añadido, por lo que representa el coste económico total sobre el valor añadido) y la variación de la productividad total.

La productividad laboral presenta una tendencia ligeramente creciente considerando el período en su conjunto, pasando, en valores reales de 20,38 en el promedio de los años 1983 a 1986 a 21,31 en el promedio de 1997 a 2000. Sin embargo, entre los períodos de 1987-1990 y 1994-1996, la variación es prácticamente nula, a pesar de que la dotación de capital por trabajador aumentó en esos años, como se ve en el gráfico 2.

Respecto a la evolución de los costes salariales reales, éstos presentan una disminución promedio del 1% en los años de 1983 a 1986. Desde 1987 a 1993 se encadenan siete años de subidas continuadas en el salario real. Desde 1994 y hasta 1999, se dan seis años seguidos de disminución real del salario medio por trabajador; finalmente, en los dos últimos años, 1999 y 2000, el salario real vuelve a crecer. Los años de mayores costes reales del trabajo en el período son los de 1991 a 1993, que en promedio se sitúan un 13% por encima de los del primer subperíodo y un 12% por encima del último período, 1997-2000. Es también destacable que en los años finales el coste laboral real se encuentra, en valores por trabajador, muy próximo al del promedio de 1983 a 1986.

El coste laboral unitario representa la porción del valor del producto que suponen los costes de factor trabajo y se calcula como el cociente de los costes de personal totales sobre el valor añadido. De forma equivalente, se obtiene también de los datos del propio cuadro como cociente entre el salario medio real por trabajador y la productividad del trabajo. Asimismo, sus tasas de variación anual también se pueden aproximar mediante la diferencia entre las respectivas tasas de variación del salario real y de la productividad del trabajo.

Aunque los promedios de los períodos permanecen estables, durante los dos primeros, 1983-1986 y 1987-1990, la evolución que señalan sus tasas de variación medias anuales muestra cómo de 1983 a 1986 se produjo una disminución media del coste laboral unitario de casi un 3% anual, resultado del incremento medio del 2% en la productividad y de la caída del 1% en el salario real. Los años siguientes, 1987 a 1993, el moderado avance de la productividad, unido al citado encarecimiento del salario real, llevan a un crecimiento medio cercano al 2% anual. En los dos últimos subperíodos, las modestas ganancias de productividad y, sobre todo, la caída en los salarios reales llevan a una significativa reducción del coste laboral unitario de más del 2% medio anual.

Por lo que respecta a la productividad del factor capital, en su evolución se observa una importante correlación con la evolución del empleo (crece cuando disminuye la *ratio* activa por empleado), de forma paralela al resultado obtenido en la productividad del trabajo respecto del crecimiento del factor capital. Durante los años ochenta, de 1983 a 1990, en promedio la tendencia de la productividad del capital es creciente. Por el contrario, en los años de 1991 a 1993 la disminución media anual de productividad parcial es del 3,4%. En los años de 1994 a 1996, en que disminuyó el activo por empleado (gráfico 2), mejora la productividad del capital al 2,1% anual, pero la tendencia se invierte en disminuciones medias anuales del 2,2% a partir de 1997, que acompañan al nuevo proceso de intensificación del capital.

El coste de uso del capital presenta una evolución singular en las empresas españolas, especialmente a mediados de los años ochenta, que no se ve reflejada en los promedios de las tasas de variación ni de los niveles ofrecidos en el cuadro 2, por lo que es necesario detallar su evolución en esos años. Entre 1986 y 1987 se produjo un crecimiento del coste de capital del 49%, en términos acumulados.

La causa reside en la elevación de los tipos de interés en España durante esos años, no en términos nominales, sino reales, pues coincide con una importante moderación de las tasas de inflación. A partir de 1987 y los años siguientes, en que el coste de uso

se mantiene históricamente alto, la tendencia general año tras año es de disminución, hasta el final del período en 2000, como se aprecia tanto en las tasas medias de variación como en la evolución de los niveles.

El cociente coste de capital sobre valor añadido representa la carga calculada por costes de capital sobre el valor añadido y se calcula como la tasa real de coste de uso del capital, multiplicada por el valor del activo a precios corrientes, sobre el valor añadido a precios corrientes. A partir del cuadro 2 se pueden calcular sus tasas de variación como la tasa de variación del coste de uso menos la tasa de variación de la productividad y menos la tasa de variación en el grado de utilización del activo (la productividad está calculada sólo para los activos utilizados, pero el coste es generado por el total de activos, incluyendo los ociosos). El coste de capital por euro de valor añadido presenta una tendencia creciente en los tres primeros subperíodos, pero la relativa a los dos primeros se explica completamente por la citada elevación en los tipos reales en España y la consiguiente subida del coste de uso del capital.

De 1991 a 1993 también se produce un incremento importante en el coste de capital por euro de valor añadido, a pesar de la disminución del coste de uso, y es debido tanto a la caída de la productividad como a la disminución en el grado de utilización. Desde 1994 hasta 2000, la caída de este coste unitario se explica tanto por el incremento en el grado de utilización como por la disminución del coste de uso, mientras que la productividad en el conjunto de los años, desde 1994, no presenta un saldo favorable.

El análisis de las productividades parciales de los factores ofrecido más arriba lleva a obtener información más relevante acerca de la estructura productiva de las empresas que realmente acerca de la propia eficiencia productiva. El mismo cuadro 2, en su sección final, ofrece las estimaciones de los promedios de variación anual de la productividad total de los factores, así como el coste unitario total, tanto en niveles medios como en tasas de variación.

La variación de la productividad total se interpreta efectivamente como variación

de la eficiencia o del progreso tecnológico, una vez ajustadas las tasas de variación de la productividad parcial mediante los cambios en la demanda relativa de los factores. Desde 1983 a 1990, la evolución de la productividad es sostenidamente positiva, con un crecimiento medio anual estimado del 1,2%. Durante la crisis económica de 1991 a 1993, la pérdida anual media de productividad es cercana al 2%. A partir de 1994 se inicia una nueva recuperación de las tasas de crecimiento de la productividad total, a una tasa del 0,9% anual hasta 1996, pero desde 1997 hasta 2000 las estimaciones presentan una disminución del progreso técnico del 0,5% anual.

El coste de producción unitario representa el total de costes económicos de producción (tanto del trabajo como del capital) por unidad monetaria de producto de la empresa y se calcula como suma del coste laboral unitario y el coste de capital, sobre valor añadido. Esta estimación, más allá de la precisión que pueda obtenerse a partir de información de naturaleza contable, permite obtener conclusiones acerca de dos aspectos muy relevantes en el análisis económico empresarial. En primer lugar, ofrece un indicador de la competitividad global de las empresas, pues incorpora todos sus costes relevantes, tanto explícitos como implícitos. En segundo lugar, da una medida de la evolución de los beneficios económicos de las empresas, pues al dividirse por el valor de la producción, un valor del coste de producción por debajo de la unidad señala la existencia de márgenes económicos positivos, mientras que un valor superior a la unidad indicaría márgenes económicos negativos.

Desde 1983 a 1986, el coste unitario total se sitúa por debajo de la unidad, es decir, el beneficio económico de las empresas es positivo durante esos años. Este dato tiene una gran importancia, por coincidir con años en los que las empresas obtuvieron resultados contables comparativamente bajos. Por el contrario, los años de 1987 a 1990, de fuerte crecimiento de los beneficios contables, presentan, en términos económicos, unos costes de producción relativamente altos, incluso, en promedio, ligeramente superiores a la unidad. Las tasas de variación indican una tasa de crecimiento medio del 2,5%

CUADRO 3
FINANCIACIÓN PROPIA. COMPOSICIÓN

	1983-1986	1987-1990	1991-1993	1994-1996	1997-2001
Fondos propios/Pasivo total neto	48,12	58,63	57,58	60,12	60,72
Capital/Fondos propios	45,13	40,49	40,98	41,18	33,55
Reservas/Fondos propios	14,65	26,92	25,53	26,73	36,52
Actualización y revalorización/Fondos propios	37,01	26,54	23,37	19,44	14,08
Subvenciones/Fondos propios	1,62	2,21	2,22	2,51	2,89
Provisiones/Fondos propios	1,59	3,84	7,90	10,14	12,96

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

anual en el coste. Los años de la crisis de 1991 a 1993 presentan los costes de producción más altos del período analizado, con una tasa de crecimiento media anual superior al 2%. A partir de 1994 se inicia una senda de descenso acusado en los costes de producción, de casi el 4% anual entre 1994 y 1996, y del 2,5% anual entre 1997 y 2000. Los costes de producción durante los años finales del período estudiado son los más bajos en las dos décadas analizadas, lo cual, sin duda, explica gran parte del buen comportamiento que en términos agregados muestra la economía española en un período de atonía en la demanda europea y mundial.

El panorama que, a partir del análisis económico, se esboza respecto a los modelos de crecimiento empresarial en la segunda mitad de los ochenta y en la segunda mitad de los noventa es muy diferente. En los ochenta, los elevados tipos de interés y el crecimiento cada año de los costes salariales reales llevan a un incremento de los costes de producción que sólo se alivia parcialmente por los incrementos de productividad. Por el contrario, en los años noventa, la reducción del coste de producción a partir de 1994 se fundamenta casi exclusivamente en la mejora de los precios de los factores, pues la productividad total permanece relativamente estancada.

Parece que existe una relación entre el crecimiento más intensivo del capital en la fase expansiva de los ochenta y el crecimiento del progreso técnico en esos años, mientras que en la fase expansiva de los noventa, con un crecimiento más intensivo en trabajo, puede haberse dificultado la incorporación de capital tecnológico, lo que explicaría las escasas mejoras de productividad.

FINANCIACIÓN DE LA INVERSIÓN

El sistema financiero así como los mecanismos de gobierno empresarial han experimentado cambios en España durante las últimas décadas y han tenido como consecuencia modificaciones en lo que respecta a la forma de financiarse las empresas. En el presente apartado se pretende mostrar el alcance que la citada transformación del sistema financiero en España ha tenido sobre la composición de la financiación empresarial, en particular por lo que se refiere al papel de la financiación interna, el crédito bancario y la financiación obtenida del mercado, así como a la evolución de la estructura de fondos propios y ajenos (6).

La principal fuente de financiación de la empresa ha sido la financiación propia, que, a excepción del primer período, tiene un peso superior al 50%. Pasa de representar un 48% en los años de 1983 a 1986 a un 61% en el último período de 1997 a 2001. Sin embargo, la composición de los fondos propios ha variado, en gran medida, a lo largo del período. Así, como se observa en el cuadro 3, hay una pérdida de peso del capital y de la partida de Actualización y revalorización a favor de las partidas de Reservas y Provisiones.

La partida de Actualización y revalorización mide las reservas generadas por la propia revalorización implícita del inmovilizado respecto a su coste de adquisición, tanto la puesta de manifiesto a través de la actualización de balances de 1983 como la que se estima en este trabajo para los años posteriores. Su peso decreciente dentro de los fondos propios es principalmente el re-

sultado de la reducción en las tasas de inflación, en particular las que afectan a los bienes de capital.

El incremento experimentado por la partida de Reservas se debería justificar a partir del beneficio retenido por las empresas. El beneficio retenido es la parte de beneficio líquido (resultado neto del accionista) que no se reparte vía dividendos. De acuerdo con el gráfico 3, los beneficios distribuidos como dividendos siguen una tendencia creciente a lo largo del período, expresados en unidades monetarias constantes y por trabajador. Aunque existe una correlación positiva entre dividendos y beneficio neto, se pone de manifiesto que aquéllos no representan en términos agregados un porcentaje estable de éste. La mayor variabilidad del beneficio neto frente a los dividendos se explica, por un lado, porque el beneficio integra resultados positivos y negativos de las empresas y, por otro, porque se produce una cierta estabilización de las rentas del capital percibidas por los accionistas. En términos de flujos de financiación, el resultado de lo anterior es que la financiación interna disponible por el conjunto de empresas no financieras (beneficio retenido) guarda relación muy directa con los beneficios de las empresas.

Durante los años 1983 a 1986, el beneficio retenido es, en promedio, negativo, como consecuencia de que los beneficios contables son muy bajos. Es destacable que, siguiendo un criterio económico de evaluación de los costes que imputa ingresos y gastos implícitos, tal como se presentó en el apartado anterior, los resultados de este período no son inferiores a los de los años siguientes, así que los malos resultados en términos de liquidez se atribuyen al proce-

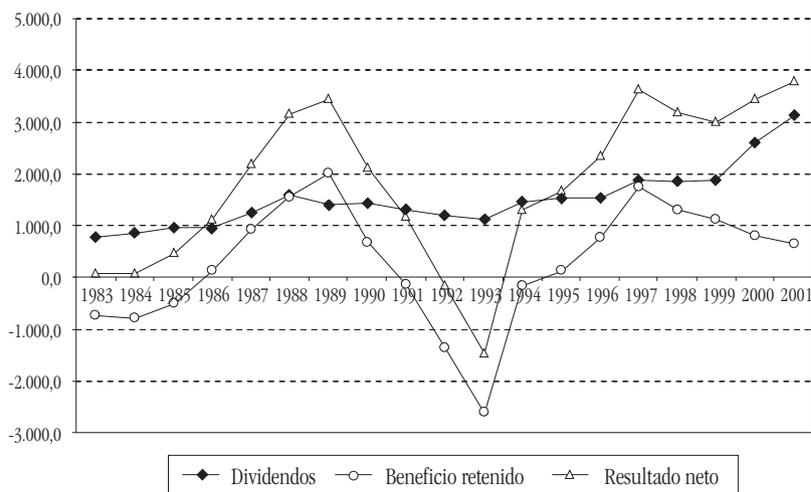
so inflacionista que experimenta la economía española en esos años. Nuevamente, de 1991 a 1994 el beneficio retenido en términos agregados es negativo, pero en estos años sí se corresponde con beneficios económicos negativos (según las estimaciones del coste unitario de producción). Es también destacable cómo en los años 1997 a 2001 el beneficio retenido y el beneficio neto divergen, en comparación con la evolución de los años anteriores, debido a un importante incremento en la retribución por dividendos.

Esta evolución en la retención de beneficios afecta notablemente a la autofinanciación de la empresa (cuadro 4) y permite explicar, al menos parcialmente, la evolución de los dividendos. Además de la evolución del beneficio y el beneficio retenido observados en el cuadro 3, es destacable que la cifra de amortizaciones y provisiones crece de forma constante a lo largo de los años 1983 a 2001, y en especial en los años 1991 a 1996. En parte, esta evolución es debida al incremento de dotación de capital por trabajador, pero fundamentalmente se explica por el aumento en la tasa contable de amortizaciones y provisiones sobre inmovilizado no financiero.

La autofinanciación muestra los valores más bajos en los períodos desde 1983 a 1986 y desde 1991 a 1993 (algo superior a los 3.000 euros por trabajador a precios de 1983), se acerca a los 5.000 euros en los años 1987 a 1990 y 1994 a 1996, y toma su máximo valor en el último período, entre 1997 y 2001. Sin embargo, el beneficio retenido, que representa la autofinanciación destinada a crecimiento neto, tiene su valor más alto en los años de 1987 a 1990, cuando la inversión es también mayor.

En el cuadro 5 se presenta la evolución y composición de la financiación ajena de la empresa representativa de la muestra. La deuda sin coste, que se detrae con posterioridad del pasivo para el análisis de las fuentes de financiación con coste, supone a lo largo de todo el período un porcentaje alrededor del 20% del pasivo total. La *ratio* de endeudamiento, o relación entre financiación propia y ajena, se mide a través del porcentaje que representa la deuda con coste sobre el pasivo total neto (activo total menos las deudas sin coste). La *ratio* de endeudamiento presenta su valor

GRÁFICO 3
BENEFICIO NETO, DIVIDENDOS Y BENEFICIO RETENIDO



Nota: Datos en euros por trabajador a precios de 1983. Datos contables.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del Boletín estadístico del Banco de España.

más alto en los primeros años, 1983 a 1986, mientras que a partir de entonces oscila alrededor de un 40%. Del análisis de la composición de la deuda con coste se obtiene que predomina el endeudamiento a largo plazo, si bien en la década de los ochenta supone diez puntos porcentuales más que en la de los noventa.

Respecto al origen de la financiación ajena, se producen cambios muy destacables a lo largo del tiempo. Por un lado, se produce una fuerte pérdida de peso de la financiación de entidades de crédito, que pasa de ser la fuente predominante de financiación a largo y, sobre todo, a corto plazo en la que representa un 88% en el período 1983-1986, a representar sólo el 43% del pasivo con coste en el período desde 1997 a 2001. La financiación directa del mercado tiene un papel relevante hasta 1996, pues supone más del 20% del saldo de deudas a largo plazo, pero ofrece una brusca disminución en el último período. La pérdida de peso de la financiación de las fuentes bancaria y del mercado se ve sustituida con financiación de otros (donde predomina la financiación de empresas del grupo y asociadas).

En suma, el período se salda con una pérdida de parte del protagonismo de la banca en la financiación empresarial, aunque se

mantiene como la principal fuente de financiación ajena. Por el contrario, la desregulación del sistema financiero no ha favorecido de forma destacable el empleo de la financiación directa del mercado en el período.

RESULTADOS EMPRESARIALES. CREACIÓN DE RIQUEZA

El objetivo de la empresa es la creación de riqueza entendida como producir bienes y servicios a un coste de oportunidad de los recursos inferior o igual a lo que quienes los consumen pagan por ellos. Alternativamente, la riqueza creada puede evaluarse también a partir de la evolución de la riqueza neta de los inversores que financian los activos de la empresa; por ejemplo, poniendo en relación el valor de estos activos, en función de las rentas que contribuyen a crear para sus propietarios, y el coste de reposición de los activos en cada momento, relación conocida como *ratio q de Tobin*.

Sin embargo, dado que no se dispone de información sobre el valor de mercado de las empresas (además de que muchas de ellas no cotizan en las bolsas españolas), el valor económico (V), como valor presente

EVOLUCIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA NO FINANCIERA. 1983-2001...

CUADRO 4
AUTOFINANCIACIÓN

	1983-1986	1987-1990	1991-1993	1994-1996	1997-2001
Beneficio neto	445,2	2.737,8	-138,1	1.783,6	3.414,9
Beneficio retenido	-458,0	1.306,3	-1.361,1	262,3	1.137,7
Amortizaciones y provisiones	3.620,9	3.624,9	4.390,4	4.700,2	4.718,0
Autofinanciación	3.162,9	4.931,2	3.029,3	4.962,5	5.855,7

Nota: Datos en euros por trabajador a precios de 1983. Datos contables.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

CUADRO 5
FINANCIACIÓN AJENA. COMPOSICIÓN

	1983-1986	1987-1990	1991-1993	1994-1996	1997-2001
Deuda sin coste / Pasivo total	17,3	19,4	20,1	21,4	20,2
Deuda con coste / Pasivo total neto (a)	51,9	41,4	42,4	39,9	39,3
Deuda a LP / Deuda total	73,5	72,0	61,5	63,4	63,4
Obligaciones a LP / Deudas a LP	22,5	24,7	28,6	24,4	14,8
Deudas con entidades crédito LP / Deudas a LP	62,5	60,9	57,3	56,0	45,9
Financiación de otros a LP / Deudas a LP	14,9	14,4	14,1	19,6	39,3
Financiación entidades de crédito CP / Deuda CP	88,2	71,0	55,6	53,3	43,1

(a) Pasivo total neto es el pasivo total menos las deudas sin coste.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

CUADRO 6
CREACIÓN DE RIQUEZA PARA EL ACCIONISTA Y GLOBAL DE LA EMPRESA Y SUS COMPONENTES

	1983-1986	1987-1990	1991-1993	1994-1996	1997-2001
Rentabilidad ajustada activo total (%)	6,020	8,040	4,290	5,620	7,040
Coste de capital medio (%)	4,000	7,060	6,180	5,590	4,250
Cociente (q de la empresa)	1,702	1,195	0,738	1,047	1,674
Rentabilidad del accionista (%)	11,530	8,440	3,330	5,290	8,720
Coste oportunidad del accionista (%)	5,560	8,860	6,490	6,280	5,790
Cociente (q de los fondos propios)	2,074	0,950	0,501	0,848	1,509

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

de rentas corrientes y futuras, puede aproximarse por el cociente entre Rentabilidad del capital invertido (R) y el coste de oportunidad de los recursos financieros (k) comprometidos con la inversión (7). La aproximación será tanto mejor cuanto más cerca se mantengan R y k, de manera que el valor económico no quede distorsionado por la importancia relativa del valor atribuido a oportunidades de crecimiento o a proyectos de desinversión (cuando R es inferior a k).

El cuadro 6 presenta la rentabilidad del capital en relación con su coste, tanto pa-

ra el conjunto de los activos de la empresa como para los fondos propios. El cociente entre rentabilidad y coste aproxima en ambos casos el cociente entre valor de mercado y valor de reposición del activo y del capital propio, y por tanto es un indicador de la *ratio* q sin incluir expectativas de crecimiento y desinversión, es decir, la creación de riqueza de las empresas o *ratio* q, tanto medida en valor global de la empresa (Rentabilidad del activo sobre coste de capital medio de la empresa) como en valor para el accionista (Rentabilidad del accionista sobre coste de oportunidad del accionista).

La *ratio* q de la empresa presenta una evolución decreciente hasta 1991-1993 y creciente a partir de esos años. Los datos reflejan el efecto de la crisis de 1991-1993 con una pérdida de riqueza (*ratio* inferior a uno) en cada uno de los años que lo componen. Los malos resultados económicos, debidos a los elevados costes salariales, a la baja utilización del capital y a una menor productividad, junto con los elevados costes de capital, explican el resultado. A partir de 1994 se observa una recuperación económica favorecida por la bajada de los costes de capital. En los años más favorables el valor económico de un euro de activos a

CUADRO 7
DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACCIONISTA
EN PORCENTAJE

	1983-1986	1987-1990	1991-1993	1994-1996	1997-2001
Rentabilidad del accionista	11,53	8,44	3,33	5,29	8,72
Rentabilidad ajustada activo total	6,02	8,04	4,29	5,62	7,04
Coste medio real de la deuda	2,60	4,51	5,71	4,61	1,93
Deuda/Fondos propios	108,05	70,93	73,78	66,66	65,31
Tasa impositiva media	19,76	26,00	41,48	35,00	27,59
Rdos. extraordinarios/Fondos propios	-1,16	-0,05	-2,15	-1,63	-4,09
Rentabilidad del accionista (con resultados extraordinarios)	10,37	8,39	1,18	3,66	4,63

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

CUADRO 8
RENTABILIDAD DEL ACTIVO DE EXPLOTACIÓN Y DEL ACTIVO FINANCIERO
EN PORCENTAJE

	1983-1986	1987-1990	1991-1993	1994-1996	1997-2001
Rentabilidad activo de explotación	6,68	8,42	4,56	5,85	6,88
Rentabilidad activo financiero	0,41	5,96	3,03	4,74	8,22
Activo Financiero / Activo total	10,53	16,95	19,79	22,49	36,49

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

precios de reposición se sitúa en 1,7 euros, mientras que en los más desfavorables el valor económico es menos de las tres cuartas partes del valor de reposición. El perfil de la inversión en el tiempo, según el gráfico 1, se explica en gran medida por la evolución en el tiempo de la *q* de la empresa, aunque por referentes históricos al final del período la inversión esperada sería mayor que la realmente observada.

Como es de esperar la *q* referida a los fondos propios es más volátil que la *q* para el conjunto de activos de la empresa, debido al efecto apalancamiento y a que en la *q* de los fondos propios intervienen también la rentabilidad y el coste de los activos financieros, ajenos a la explotación. El valor de mercado de las acciones de las empresas llega a ser dos veces el valor a precios de reposición de sus fondos propios en balance, en los mejores años, pero desciende también hasta la mitad del valor de reposición en los años de peores resultados económicos. Para comprender mejor los determinantes de la riqueza creada para los accionistas durante el período de estudio, el cuadro 7 presenta la descomposición de dicha rentabilidad a partir de la conocida relación de apalancamiento. El coste de los fondos propios, por su parte, se mantiene relativamente estable alrededor del 6%.

$$\begin{aligned} \text{Rentabilidad accionista} = & \\ = & [\text{Rentab. activo} + (\text{rentab. activo} - \\ & - \text{coste deuda}) \times \frac{\text{deuda}}{\text{fondos propios}}] \times \\ & \times (1 - \text{tasa impositiva media}) \end{aligned}$$

La tasa impositiva media no es de interpretación directa dado que está calculada como el importe pagado en el Impuesto de Sociedades sobre la suma de resultados antes de impuestos ajustados (que agregan bases imponibles negativas y positivas), por lo que se presenta con la única finalidad de completar el cálculo de la rentabilidad del accionista, sin intentar obtener ninguna conclusión relevante sobre la misma (8).

La rentabilidad del activo total es el componente de principal aportación de resultados a la rentabilidad del accionista. A pesar de ello, no siempre que se obtiene una mayor rentabilidad del accionista se debe a una mayor rentabilidad del activo total. Así, durante 1987-1990, donde se observa la mayor rentabilidad del activo total, la rentabilidad financiera disminuye con respecto al período anterior. Este resultado se justificaría por la subida en el coste medio de la deuda, que aunque se trata de compensar con un menor endeudamiento, no se consigue disminuir su efecto.

Por otra parte, en el cuadro 7 también se ha reflejado la importancia de los resultados extraordinarios sobre fondos propios y el valor de la rentabilidad del accionista cuando se incorporan. Así, se observa que la aportación de la tasa de resultados extraordinarios sobre fondos propios no es marginal, como podría esperarse, y provoca notables diferencias en la rentabilidad del accionista, según se incorporen o no. En concreto, la aportación es negativa todos los años (excepto en 1989), y en promedio significa dos puntos porcentuales de reducción en la rentabilidad sobre fondos propios durante el período estudiado.

Dado que la mayor riqueza para el accionista proviene principalmente de una mayor rentabilidad del activo, resulta de interés analizar los resultados obtenidos en cada una de las actividades de la empresa: la actividad de explotación y la actividad financiera; así como el porcentaje del activo total que corresponde a activos de carácter financiero.

Como se refleja en el cuadro 8, las actividades de carácter financiero en las empresas han adquirido importancia creciente a lo largo de todo el período, destinando cada vez más inversiones a esta actividad. Así, se pasa de una participación sobre activo total del 10,53% durante 1983-1986

CUADRO 9
COMPONENTES DE LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN

	1983-1986	1987-1990	1991-1993	1994-1996	1997-2001
Rotación	0,310	0,360	0,320	0,340	0,350
Margen bruto (1-coste laboral unitario)	0,440	0,440	0,391	0,431	0,462
Salario real	11,410	11,990	12,900	12,220	11,580
Productividad del trabajo	20,380	21,420	21,170	21,460	21,520
Tasa de depreciación del activo de explotación	6,750	7,080	7,280	7,270	7,220

Nota: Salario real y productividad expresados en miles de euros por trabajador a precios de 1983.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances y del *Boletín estadístico* del Banco de España.

a un 36,49% durante el último período de estudio. La creciente importancia de los activos financieros incluye participaciones accionariales en otras empresas filiales y/o del grupo de empresas del que se forma parte, e inversiones puramente financieras por razones fiscales (las sociedades tributan por debajo de las personas físicas en la renta) o de otro tipo. Sin embargo, no es posible desagregar esta información, aunque otras evidencias, como la creciente importancia de la financiación a través de deuda de otras empresas del grupo en el pasivo de las empresas hace suponer que las inversiones en activos financieros crecen en paralelo con la creación de sociedades filiales, algunas en el exterior, y con los compromisos con empresas del grupo. En todo caso, la rentabilidad de las inversiones financieras sigue una evolución desigual en el tiempo y sólo supera a la de los activos de explotación en los últimos años del período.

La rentabilidad de los activos de explotación puede descomponerse, a su vez, en el producto clásico de margen por rotación menos la tasa de depreciación del activo. La rotación es el cociente entre la producción (en nuestro caso, valor añadido) y el activo de explotación. El margen bruto es el cociente entre el resultado bruto de explotación y el valor añadido.

La rotación es una medida de eficiencia en el uso del capital, es decir, es la medida de productividad del capital utilizada en el apartado segundo. Por otra parte, el margen puede expresarse como uno menos el coste laboral unitario. A su vez, los determinantes de este coste, y por tanto del margen, son el salario real por empleado y la productividad parcial del factor trabajo.

En el cuadro 9, se presenta la descrita descomposición del activo de explotación. Un aspecto no analizado hasta el momento es la evolución de la tasa de depreciación del activo. Ésta se compone de la amortización contable, que se considera año a año aproximada a la depreciación y la pérdida de poder adquisitivo de los activos monetarios. Su evolución es creciente a lo largo del período, como resultado principalmente del incremento en las tasas de amortización que no son compensadas por la caída de las tasas de inflación y por tanto de la pérdida de poder adquisitivo en la parte monetaria de los activos de explotación. La mayor velocidad de amortización no se explica suficientemente por cambios en la legislación fiscal ni por variaciones en la composición de la muestra, por lo que puede imputarse a un más rápido progreso técnico en los bienes de capital que acelere su reposición.

Por lo que respecta al margen bruto, presenta valores muy cercanos a 0,44 en buena parte de los años, pero destacan dos períodos en los que se distancia de esa cifra, 1991-1993 y 1997-2001. El primero corresponde a los períodos de la crisis de inicio de los años noventa, y su bajo valor se explica principalmente por la fuerte elevación de los costes reales por trabajador. Por el contrario, los años finales de mayor margen bruto se deben a una combinación de productividad del trabajo elevada y, sobre todo, a la contención de los costes salariales reales. Por otra parte, la rotación del capital muestra importantes diferencias entre períodos, constituyendo uno de los principales determinantes de la evolución temporal de la rentabilidad. En los años 1983-1986 y 1991-1993 la *ratio* toma los valores más bajos, incidiendo,

sobre todo en el segundo período, en la caída relativa de la rentabilidad.

En suma, buena parte de la evolución de la rentabilidad de los activos de explotación se explica por el comportamiento de los márgenes brutos, que a su vez responden a la evolución de los costes laborales unitarios de las empresas (relación entre productividad y costes laborales), por lo que la evolución del salario acorde con la productividad es, en definitiva, la principal variable que mueve la rentabilidad económica de las empresas españolas.

CONCLUSIONES

El seguimiento de los resultados económicos y financieros de las empresas proporciona una información valiosa sobre la evolución general de la economía. Los balances y las cuentas de resultados de las empresas permiten elaborar indicadores que combinan flujos y saldos hasta llegar a la rentabilidad de las inversiones, y permiten también combinar rentabilidad con costes sensibles a cambios en la estructura financiera de las empresas en el tiempo. El trabajo aprovecha la información contable que contiene la Central de Balances del Banco de España para elaborar un análisis de la empresa/economía española durante los últimos veinte años bajo la perspectiva de creación de riqueza, beneficios económicos no negativos, sus determinantes, productividad y coste de los factores, y sus consecuencias, inversión y empleo.

Entre 1983 y 2001 la economía española completa dos ciclos económicos, dentro de los cuales las empresas muestran un com-

portamiento relativamente diferenciado en los factores que determinan sus beneficios y en la prioridad en cuanto a los recursos productivos con los que llevar adelante su crecimiento. Durante el primer ciclo completo, hasta 1993, las empresas intensifican el uso del factor capital sobre el trabajo, en respuesta a la evolución de los precios relativos, y compensan la tendencia creciente en los precios de los recursos primarios con una mayor productividad, en parte por las mejoras tecnológicas incorporadas en las inversiones en activo material.

Durante el segundo ciclo, todavía no completado, las empresas crecen aprovechando la contención e incluso descenso en los precios reales del capital y del trabajo con un estancamiento de la productividad total. La crisis de los años profundos del ciclo, principios de los noventa, obedece sobre todo a una infrautilización de la capacidad productiva y a un progresivo crecimiento de los costes laborales unitarios porque los salarios crecen más que la productividad. Paralelamente, los altos costes financieros incrementan el coste de la financiación propia y ajena. El buen comportamiento de los costes laborales unitarios en la fase expansiva del segundo ciclo habrá contribuido sin duda a que las empresas españolas muestren unos resultados económicos relativamente buenos en unos años, principios de los 2000, donde las economías del entorno se mueven entre el estancamiento y la recesión.

La importancia de mantener la competitividad en costes laborales para la buena marcha de las empresas y del conjunto de la economía en España es una de las principales lecciones que se desprenden del análisis realizado, aunque sería deseable que este buen comportamiento de los costes laborales unitarios durante los últimos años dependiera más de un crecimiento en la productividad y menos de

un descenso en los salarios reales, como realmente está ocurriendo.

El período estudiado pone de manifiesto también cambios en la estructura financiera de las empresas dentro de una tónica general de descenso en los tipos reales de interés desde mediados de los años noventa, cuando se consolida la convergencia nominal que exige entrar a formar parte de la zona euro. Las empresas españolas reducen progresivamente la financiación bancaria, que sustituyen por financiación a partir de otras empresas del grupo. Esto ocurre en paralelo con una importancia creciente de los activos financieros en el balance de las empresas, entre los cuales figuran acciones de otras empresas filiales o del grupo. La financiación ajena no intermediada, es decir, emisiones al mercado de valores, no muestra cambios significativos durante los últimos diez años y se mantiene en niveles bajos después de un repunte anterior, mientras que los beneficios retenidos siguen siendo la principal fuente de recursos propios para las empresas no financieras. Los mercados financieros no parecen aumentar su protagonismo en la contribución al desarrollo de las empresas no financieras, que parecen evolucionar ajenas a lo que ocurre en los mismos.

(*) El presente trabajo es parte de los resultados obtenidos bajo el marco del proyecto de investigación SEC2002-00835 financiado por el MCYT-FEDER.

NOTAS

(1) En la estimación del valor de los activos a precios de reposición se ha prescindido de las actualizaciones de balances realizadas por algunas empresas en 1996 para mantener la metodología homogénea.

(2) Una descripción más detallada de la metodología utilizada y su justificación puede verse en Ramírez, Rosell y Salas (1994).

(3) Como después veremos, en los últimos años del período las empresas han incrementado de forma notable sus inmovilizados no financieros, entre los cuales se incluyen las acciones en empresas filiales en el exterior. La menor inversión en activos tangibles en Espa-

ña puede quedar compensada por la mayor inversión en el exterior.

(4) Este resultado observado en las empresas de la muestra de la Central de Balances coincide en general con la evidencia sobre comportamiento de la inversión en la economía española, según Contabilidad Nacional, o con la evolución de las cifras de población ocupada recogidas en la Encuesta de Población Activa. La segunda mitad de los ochenta presentó las mayores tasas de formación bruta de capital fijo, mientras que la segunda mitad de los noventa ofreció las mayores tasas de crecimiento en el empleo.

(5) Téngase en cuenta que en el año 2001 la base todavía no está cerrada.

(6) Un estudio más detallado de la evolución de la financiación en España se encuentra en Maroto y Melle (2000).

(7) Espitia y Salas (1986).

(8) Además, esa tasa impositiva se calcula sobre beneficios ajustados por el efecto de los precios sobre activos y pasivos, en coherencia con el valor ajustado de coste de la deuda y de rentabilidad.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (2002): *Central de Balances. Resultados Anuales de las Empresas no Financieras, 2001*, Imprenta del Banco de España.

BANCO DE ESPAÑA (2003): *Boletín estadístico. Series Temporales Completas*. <<http://www.bde.es/infoest/htmls/downld.htm>> [fecha de consulta: agosto].

ESPIITA, M. y SALAS, V. (1986): «Valoración de Activos y Coste de Capital en la Empresa Española no Financiera», *Revista Española de Economía*, 3 (2), pp. 249-286.

MAROTO, J. A. y MELLE, M. (2000): «Los Sistemas Financieros y la Financiación Empresarial. Pautas de Comportamiento del Crédito Bancario. Una Comparación Internacional», *Papeles de Economía Española*, nº 84-85, pp. 237-267.

RAMÍREZ, M., ROSELL, J. y SALAS, V. (1994): «Análisis Económico de la Empresa Española, 1983-1992», *Ekonomiaz*, nº 30 (3), pp. 63-86.