

SOBRE LA RELACION ENTRE BENEFICIO
CONTABLE Y ECONOMICO
(REFLEXIONES DESDE ALGUNOS ANALISIS
DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA)*

Vicente Salas**

Documento 91-02

Abril, 1991

* Trabajo realizado para servir de base a la conferencia que con el mismo título se impartió en el XV Congreso de Análisis Económico, Barcelona, Diciembre 1990. Su contenido es parte de un proyecto más amplio sobre "Medición de los Beneficios Empresariales" realizado para FEDEA. Agradezco los comentarios de Gonzalo Mato. Se reconoce también la ayuda de la CICYT, proyecto PB 88-0448.

** Universidad Autónoma de Barcelona.

1.- Introducción

Los estudios sobre la economía española prestan una atención creciente al comportamiento y resultados de las unidades microeconómicas, empresas y familias. Junto a los análisis de los grandes agregados, renta, precios, inversión, desempleo, ..., es cada vez más frecuente encontrar trabajos que tratan de explicar las mismas variables a partir de información referida a unidades económicas concretas y utilizando modelos precisos y detallados sobre su comportamiento^{1/}. Cuando estas unidades son empresas, la principal fuente de información primaria que se utiliza en los análisis, es la que se elabora en forma de documentos contables dirigidos, principalmente, a comunicar a los accionistas propietarios, la situación patrimonial de la entidad al final de un ejercicio económico. Evidentemente la información incorporada en los estados contables externos no se elabora en función de las necesidades de los analistas de la economía española, sino de las de los propietarios de la empresa. Se llega así a una pregunta metodológica acerca de hasta qué punto la información contable sobre la situación y resultados de la empresa, será o no la adecuada para llevar a cabo los análisis económicos deseados. Es el propósito de estas notas contribuir a dar una respuesta a la citada pregunta, a través de precisar la relación entre las nociones contable y económica de beneficios empresariales e ilustrar, a partir de la misma, algunos posibles errores de apreciación que han podido cometerse en determinados estudios sobre la empresa española que no han prestado la debida atención a las diferencias entre las dos nociones de beneficio.

La duda metodológica apuntada, acerca de la adecuación o no de la información contenida en los estados financieros elaborados por las empresas, para los análisis económicos, se ha planteado en la literatura especializada desde hace tiempo^{2/}, y se ha avivado durante los últimos años^{3/}, en parte por la mayor disponibilidad de información empresarial detallada para los investigadores, analistas y agentes sociales en general, con la consiguiente proliferación de análisis técnicos y apreciaciones casuales. Ante esta situación parece oportuno reflexionar sobre el tema de cómo extraer, de los documentos contables elaborados por las empresas, la información relevante para los análisis económicos.

El concepto de beneficio está unido al de renta del factor capital, a menudo confundido con renta de la empresa en la medida en que propiedad de la empresa y propiedad del capital coinciden. Puesto que la vida útil de los bienes de capital se prolonga durante varios

períodos, su capacidad para generar renta también se distribuye a lo largo de más de un año, período con que acostumbra a fraccionarse la actividad productiva. A través del concepto de valor económico de un activo se hace referencia al valor presente actualizado de los flujos de rentas positivos y negativos que están asociados a su explotación, utilizando como factor de descuento un tipo de interés que mide el coste de oportunidad intertemporal del dinero. Llegamos así a la acepción más general de beneficio como diferencia entre valor económico del activo, empresa, y precio corriente o de oportunidad de ese activo. La condición de beneficio económico positivo para una empresa equivale, por tanto, a la condición de valor presente neto positivo para un determinado proyecto de inversión.

Bajo determinados supuestos, profusamente discutidos en la literatura financiera, la condición de valor presente positivo equivale a la condición de que la tasa interna de rentabilidad del proyecto de inversión, sea mayor que el tipo de interés que mide el coste de oportunidad financiero. De ahí que muchas veces la noción de beneficio económico se exprese en términos de rentabilidad interna de la inversión.

En el ámbito contable, en cambio, beneficio se asocia con el valor de una diferencia entre valor y coste de lo producido referido a un período de tiempo determinado, de tal forma que el coste recoja los consumos o compras de bienes y servicios, excepto aquellos directamente vinculados a la figura del accionista-propietario. Además de periodificar la renta residual de libre disposición por el accionista-propietario, el beneficio contable utiliza principios y convenciones para llegar a su estimación que priman la objetividad sobre el rigor económico, como ocurre, por ejemplo, con el principio de precios y costes históricos con el que se llevan a cabo habitualmente las valoraciones de bienes y servicios utilizados en la producción.

La periodificación de los resultados de la actividad productiva aparece como una circunstancia deseable en la medida en que, con frecuencia, es preciso llevar a cabo análisis y diagnósticos de la realidad empresarial circunscritos a un período de tiempo dado y que no permiten disponer de todo el flujo de rentas futuro hasta el final de la actividad que se analiza o se evalúa. La tasa de rentabilidad interna y el concepto de valor económico hacen difícil llegar a la periodificación deseada y por ello, consciente o inconscientemente, se sustituyen por medidas de beneficios extraídas de los estados financieros contables, cuando se desean estimar medidas de resultados económicos referidas a un determinado intervalo de tiempo. Una de ellas, la más frecuente,

que permite ilustrar la discrepancia entre las nociones económica y contable de beneficio y comprender las dudas metodológicas apuntadas, es la rentabilidad de la inversión.

El término "rentabilidad de la inversión" es un concepto ambiguo. Aparte de determinadas variantes relativamente fáciles de discernir como la distinción entre "antes o después de impuestos", o entre "inversión total" o "inversión en fondos propios", existen otras mucho más complejas que surgen como consecuencia de las unidades de medida que se utilizan: beneficios contables relativos o unidades de flujos de rentas descontadas. La rentabilidad de la inversión como concepto de beneficio relativo es la que se obtiene dividiendo el beneficio obtenido en un determinado período de tiempo (según aparece en la cuenta de resultados elaborada con criterios contables) por el montante de inversión neta mantenida a lo largo del período (de nuevo según aparece en el balance de situación correspondiente a la cuenta de resultados de donde se toma la cifra de beneficio). La rentabilidad de la inversión tiene el significado alternativo de tasa intertemporal a la cual se descuentan los flujos de rentas futuros generados por una inversión, para que el valor descontado sea igual a los desembolsos que lleva consigo la inversión que dá lugar a esos flujos. Esta segunda acepción del término es a la que se le atribuye un significado "económico", frente al significado "contable" de la primera. Las dos medidas de rentabilidad están sujetas a diferencias conceptuales importantes^{4/}.

i) La rentabilidad "contable" define la variable de flujo (beneficio) como el flujo de rentas menos la dotación a amortizaciones y menos la parte de la inversión del período que se considera como gasto a efectos contables. La rentabilidad "económica", en cambio, utiliza la variable flujo de rentas sin ajustes adicionales.

ii) La variable de stock (inversión) de la rentabilidad "contable" es la que aparece en el balance de situación de la empresa, la cual se ha generado a partir de la aplicación de los principios de la contabilidad por partida doble. En la rentabilidad "económica" la inversión expresa los desembolsos necesarios para hacer posible los flujos que aparecen en el lado opuesto de la ecuación.

iii) Finalmente, la rentabilidad "contable" calcula la tasa, para un período o para varios, como el cociente aritmético entre la variable de flujo y la variable de stock, mientras que la rentabilidad "económica", lo hace como un tipo de interés para el cual el valor

ajustado en el tiempo de la variable flujo es igual al valor ajustado en el tiempo del valor de la variable stock.

Estas diferencias conceptuales han sido profusamente ilustradas con ejemplos numéricos que demuestran las diferencias en los valores concretos de las dos tasas de rentabilidad que se obtienen para un mismo proyecto de inversión. Más aun, las ilustraciones han hecho hincapié en la ausencia de regularidades que permitan relacionar tales diferencias con características propias del proyecto (vida útil del activo, crecimiento de la inversión y los flujos de renta) o de las prácticas contables utilizadas (criterio de amortización)^{5/}. De ahí que se hayan levantado voces de cautela ante investigaciones que utilizan la rentabilidad "contable" en sustitución de la "económica" cuando se trata de comparar los niveles de beneficios entre empresas o entre sectores, los beneficios en diferentes momentos en el tiempo y, en general, cuando se desea discernir si los beneficios empresariales son excesivos o normales.

Si la rentabilidad "económica" puede ser tan diferente de la rentabilidad "contable", la sustitución de una por la otra no parece una práctica prudente si se desean evitar errores de apreciación y sesgos importantes. Ello significa también que los estados financieros elaborados con criterios contables y publicados por las empresas, a partir de los cuales se calcula la rentabilidad "contable", serán de escasa utilidad para todos aquellos análisis que requieran estimaciones correctas de la rentabilidad "económica". Esta reflexión que ha llevado a algunos economistas^{6/} a desestimar totalmente cualquier información contable sobre las empresas a la hora de llevar a cabo análisis económicos en cuanto que en todos ellos es siempre la rentabilidad denominada "económica" la verdaderamente relevante. Frente a esta conclusión eminentemente negativa sobre la utilidad de la información contable para los análisis económicos, otros autores^{7/} han respondido señalando que la discusión relevante no es si la rentabilidad "contable" se aproxima o no a la rentabilidad "económica" definida como tasa de rentabilidad interna de un proyecto de inversión con un valor económico inicial y final iguales a cero. Por el contrario, en lo que se debe avanzar es en encontrar nuevos principios y normas contables a partir de las cuales se elaboren estados financieros que aporten información útil para evaluar correctamente los resultados de las empresas en funcionamiento durante un espacio de tiempo limitado, y en particular durante el ejercicio económico anual. El presente trabajo se enmarca en esta segunda línea de investigación, aportando sugerencias concretas sobre cómo hacer más útil la información contenida en los estados financieros de las empresas para cuestiones de interés de los economistas como las siguientes: evaluación de la

eficacia de la gestión de una empresa en el tiempo; diagnóstico sobre la existencia o no de beneficios extraordinarios en un mercado; explicaciones sobre el comportamiento de los beneficios empresariales en el tiempo; análisis de la propensión a invertir y dinamismo general de la economía.

En el apartado segundo se presentan algunos ejemplos ilustrativos de los análisis sobre la economía española realizados a partir de cifras de beneficios y rentabilidades extraídas de estados financieros contables. El apartado tercero se dedica a exponer un marco general que aproxima la información contable a las necesidades de los análisis económicos. A continuación, apartado cuarto, se hace una valoración de algunas conclusiones a que se llega en los análisis de la economía española utilizando información contable de las empresas, teniendo en cuenta la noción de beneficio económico expuesta en el apartado tercero. Las conclusiones cierran el trabajo.

2.- Ejemplos Ilustrativos sobre Referencias al Beneficio de la Empresa Española

El objetivo de este apartado del trabajo es presentar algunos ejemplos sobre referencias a los beneficios de las empresas españolas realizadas a partir de análisis más o menos extensos de la información contenida en los estados financieros, balance y cuenta de resultados, publicados por las empresas. Los ejemplos se agrupan en cuatro grandes apartados: i) la referencia al beneficio como indicador de eficacia en la gestión de la empresa; ii) la valoración como "normal" o "excesivo" del nivel de beneficios; iii) la discusión sobre si el impacto de la crisis económica sobre la evolución de los beneficios de las empresas españolas se debe a razones económicas o financieras; iv) la asociación entre beneficio, propensión a invertir y dinamismo empresarial.

i) El Beneficio como Medida de Eficacia en la Gestión.- El beneficio de la empresa es un resultado ex-post de las decisiones de asignación de recursos por los responsables de la gestión de la misma. El objetivo de maximizar el beneficio está prácticamente asumido como principio normativo orientador de las decisiones y gestión gerencial de la empresa. De ahí que los beneficios, y en especial su evolución en el tiempo, sean la señal más habitual para medir la "calidad" de la gestión empresarial.

En nuestro país, uno de los ejemplos más destacados de utilización de los beneficios contables como medida de eficacia de la gestión es, en los últimos años, el del Instituto Nacional de Industria. El Cuadro 1 muestra los datos básicos a partir de los cuales los máximos responsables de la gestión del Instituto han declarado en los medios de comunicación la mejora de los resultados de su gestión, a la vez que en memorias e informes sobre el INI se escribían anotaciones como estas:

"La progresiva mejora de resultados del grupo INI a lo largo del quinquenio, cuyas pérdidas se han reducido de 204.300 millones de pesetas en 1983 a 42.600 millones en 1987, ha sido posible mediante la implantación y continuidad en su aplicación en las empresas, de las siguientes políticas: ajuste de capacidad al tamaño de sus mercados, aumento de la competitividad y saneamiento financiero" Informe Anual del INI, (1987), pag. 4.

"... El coste de la financiación del activo ha experimentado una disminución consecuencia de los menores tipos promedios en 1988 respecto a 1987 ... Así la mayor rentabilidad económica y los menores costes de los recursos han dado como resultado una rentabilidad final del 3.1 por cien frente a la rentabilidad negativa de los años anteriores"; El Instituto Nacional de Industria, en Memoria Informe sobre la Industria Española, MINER 1988, pags. 246 y 247.

ii) ¿Beneficios "Excesivos o "Normales"? - Hablar de beneficios altos o bajos, excesivos o normales, requiere de una norma o punto de referencia. Los Bancos españoles anuncian periódicamente las mejoras de sus beneficios contables como una evidencia de eficacia y solvencia institucional. Los brillantes ejercicios económicos cerrados por estos Bancos durante los últimos años, ha llevado a algunos a plantear la posibilidad de que la Banca española esté obteniendo beneficios excesivos, lo cual iría en detrimento de los sectores reales de la economía, en cuanto que una parte de ese beneficio podría transferirse a los sectores productivos en forma de tipos de interés más bajos en operaciones de préstamos. Al reducirse el coste de la financiación las empresas estimularían la inversión y el crecimiento de la economía.

Para averiguar si los beneficios de la Banca deben considerarse normales o excesivos, una referencia posible es comparar la

rentabilidad de los bancos con la rentabilidad de las empresas no financieras; otra consiste en comparar la rentabilidad de los bancos españoles con la de los bancos de otros países. Estudios recientes sobre el sistema bancario español realizan estas comparaciones, Banco de España (1988), Mañas (1990), Bengoechea (1990). Las conclusiones de estas comparaciones se resumen del siguiente modo:

a) La rentabilidad sobre fondos propios de las empresas bancarias ha estado sensiblemente por encima de la rentabilidad de las empresas no financieras.

b) La comparación entre la rentabilidad de la banca española y la de la banca de otros países lleva a conclusiones diferentes según la medida de rentabilidad utilizada, rentabilidad sobre activos totales (RSA), rentabilidad sobre capital (RSC) y rentabilidad sobre el capital menos tasa de inflación (RSCD). En términos de RSA, y para datos de 1986, los bancos y cajas españolas están entre los más rentables de los países comparados (España, Francia, Alemania, Italia); en términos de RSC se sitúa por debajo de la media, mientras que en términos de RSCD la rentabilidad es claramente inferior; Mañas (1990, pags. 4 y 5).

c) La rentabilidad corregida por la inflación de los bancos españoles es más volátil, durante el período 1981 a 1986, que la de otros sistemas bancarios, lo cual puede ser un indicio de que el riesgo de la banca española es comparativamente elevado; Bengoechea (1990, pag. 27).

Tras estas conclusiones, los dos autores apuntan la posibilidad de que la banca española haya ejercido poder de mercado durante los últimos años y, como consecuencia de ello, haya conseguido beneficios extraordinarios. La situación puede cambiar con la mayor competencia que supondrá la evolución hacia el mercado único europeo.

El interés por detectar la presencia o no de beneficios extraordinarios en los mercados españoles no se ha limitado al sector bancario sino que se ha extendido a otros sectores reales, sobre todo como parte de la investigación empírica en Economía Industrial, Jaumandreu y Mato (1987), Rodríguez Romero (1989). Estas investigaciones persiguen averiguar en qué medida los mercados industriales españoles son competitivos, y para ello relacionan los beneficios relativos calculados a partir de información contable con

variables estructurales de cada mercado. Algunas de las conclusiones de estos estudios son las siguientes:

a) Existe una notable dispersión intersectorial en la rentabilidad de la inversión, es decir la rentabilidad difiere sustancialmente entre unos sectores productivos y otros (ver Cuadro 2).

b) La evolución de la rentabilidad de la inversión en el tiempo es sensible al crecimiento de la demanda en cada mercado, de tal forma que las mejoras más importantes de esa rentabilidad se producen en los sectores con crecimiento medio o fuerte de la demanda, mientras que los sectores con demanda débil muestran una evolución decreciente de su rentabilidad, Rodríguez Romero (1989, pag. 358).

c) Existe una asociación positiva entre margen de beneficio y nivel de gastos de publicidad sobre ventas que se realiza en el sector industrial, la cual se atribuye al papel de barrera a la entrada que juega la publicidad; Jaumandreu y Mato (1987).

iii) ¿Crisis Económica o Financiera? - La crisis de la economía española, desencadenada por la crisis energética de mediados de los setenta, ha sido profusamente analizada con el prisma de la evolución de los beneficios empresariales en el tiempo, primero a partir de la información contenida en los informes de APD y posteriormente a partir de la información suministrada por la Central de Balances del Banco de España. El análisis se ha realizado fundamentalmente interpretando la información contenida en el Cuadro 3. La crisis energética y más especialmente el ajuste económico del último tercio de los años setenta, produce un efecto negativo moderado sobre la rentabilidad de la inversión calculada sobre el activo total, primera columna del Cuadro 3, pero produce una drástica reducción de la rentabilidad calculada sobre los recursos propios que en el quinquenio 1977-1981 es la mitad del valor que alcanzó en el quinquenio precedente. Puesto que la relación entre la rentabilidad del activo total y la rentabilidad de los recursos propios está determinada en buena parte por la diferencia entre la primera y el coste de la deuda, la caída en la rentabilidad de los recursos propios se explica por una evolución alcista en los tipos de interés que representan el coste de la financiación ajena de las empresas, la cual lleva a este coste hasta un nivel muy por encima de la rentabilidad del activo total, cuando partía de un nivel claramente inferior. La crisis de beneficios empresariales es una crisis de

beneficios para los accionistas de las empresas, pero mucho menos para los acreedores financieros, que consiguen una cuota creciente del excedente total^{8/}.

La evolución de la rentabilidad total de la empresa española y el reparto de la misma entre costes financieros a pagar a los acreedores financieros y beneficio residual para los accionistas, que se sugiere en el párrafo anterior, es el resultado del interés por estudiar el llamado apalancamiento financiero^{9/} de la empresa española, interés que se ha mantenido entre los analistas de los resultados empresariales publicados por la Central de Balances del Banco de España; Yagüe (1987), Segura y otros (1989), MINER (1989), Maroto (1990). Todos ellos continúan evaluando el efecto apalancamiento a partir de las medidas de rentabilidad total, coste financiero y endeudamiento obtenidas de los estados financieros elaborados por las empresas.

iv) Beneficios, Inversión y Dinamismo Económico. - La atención a la evolución del beneficio empresarial no se produce solo entre académicos o expertos analistas profesionales, sino que trasciende al público en general. Para comprobar que efectivamente es así basta con observar las páginas económicas y las tribunas de la mayor parte de los periódicos durante todo el año, y especialmente durante los meses de Noviembre y Diciembre cuando la Central de Balances del Banco de España publica sus informes anuales.

Las reflexiones que se realizan en torno a la noticia sobre la subida o bajada de los beneficios son principalmente de dos tipos, las que relacionan la evolución de los beneficios con el reparto del valor añadido entre capital y trabajo y los que sitúan la evolución de los beneficios en un contexto de estímulo a la inversión y dinamismo de la economía en general. Relacionar la evolución de los beneficios con el reparto de la riqueza creada entre trabajo y capital, significa tratar de condicionar las políticas salariales y en particular las demandas de los trabajadores en los procesos de negociación colectiva. Entre los argumentos que se utilicen para establecer recomendaciones deberá jugar un papel importante la noción de beneficio "normal", ya comentada anteriormente.

En cuanto a la asociación entre beneficios e inversión existen dos principales argumentos valorativos. De un lado aquellos que consideran a los beneficios como una fuente de fondos financieros que

engrosan las disponibilidades de liquidez de la empresa y por tanto permiten llevar adelante proyectos de inversión; implícito en este argumento subyace la hipótesis, o realidad, de que las empresas soportan restricciones que limitan su acceso a los mercados de financiación externa. La segunda argumentación asocia beneficios, y más especialmente rentabilidad de la inversión (beneficios divididos por capital), con la propensión a invertir entendida como relación entre el valor económico y el coste marginal de la inversión. Para un coste marginal dado, mayor valor económico significa mayor estímulo a la inversión. La medida más habitual utilizada para aproximar el valor económico de la inversión es la rentabilidad del capital, total o sobre fondos propios, calculada a partir de la información contenida en los estados financieros contables de las empresas^{10/}.

3.- Concepto Económico de Beneficio^{11/}

Desde una perspectiva estrictamente económica el concepto de beneficio por período está asociado con la diferencia entre el valor de la producción y el coste de todos los recursos consumidos para obtener esa producción. El cálculo del valor y el coste se realiza a partir de precios que reflejan verdaderos costes de oportunidad, asumiéndose de forma general que esos precios serán precisamente los que se establecen en los respectivos mercados de productos y recursos. La aplicación práctica de este concepto se enfrenta a dificultades de diversa índole, pero en esta exposición deseamos centrarnos especialmente en la que se plantea cuando la unidad económica a la que se refiere el beneficio se suministra a sí misma alguno(s) de los recursos productivos, en lugar de comprarlos en un mercado externo; bajo esta situación, el problema operativo radica en que el precio necesario para imputar el coste de los recursos en cuestión, en el cálculo del beneficio, no vendrá dado por el mercado sino que deberá calcularse por otros procedimientos.

El principal recurso productivo que tienen la característica de constituir un bien que la empresa se suministra internamente, es el input capital, entendido como capital físico y no como recurso financiero. Los bienes de capital se distinguen de los bienes corrientes en que aquellos tienen una vida útil productiva superior a un año, período de tiempo en que acostumbra a fraccionarse la actividad económica. La empresa acumula bienes de capital capaces de suministrar servicios productivos a través de procesos de inversión; por otra parte el stock de estos servicios disponibles se ve mermado por el proceso de depreciación económica. El saldo neto de los procesos

de inversión y depreciación es el que determina el stock disponible en un determinado momento del tiempo.

El recurso de capital productivo tiene una vida útil superior a un año, mientras que el beneficio habitualmente se refiere a un flujo neto de valor de la producción y coste de los recursos para un período de tiempo igual a un año. La cuestión planteada es cómo imputar un coste anual a un bien cuya vida útil se prolonga a lo largo de varios años. La respuesta desde un punto de vista económico ha sido el concepto de coste de uso del capital. El coste de uso del capital es un coste implícito o dual que surge como resultado de un proceso de optimización donde la empresa decide sobre variables como trabajo, stock de capital e inversión de forma que se maximice su valor económico a lo largo del tiempo. Representa el coste por unidad de servicio de capital productivo que se imputa como parte del coste total de producción en un período de tiempo.

La expresión que determina el coste de uso del capital depende principalmente de las características de la tecnología productiva (tecnología neoclásica o putty-clay) así como de la naturaleza del proceso de depreciación económica a que esté sujeto el stock de capital. La más sencilla es la que resulta de suponer un tipo de tecnología neoclásica y un proceso de depreciación económica exponencial a una tasa constante δ . Bajo estos supuestos, la variación en el tiempo del stock de servicios de capital disponible, K_t , viene dada por,

$$K_t - K_{t-1} = I_t - \delta K_{t-1} \quad (1)$$

donde I_t es la inversión bruta en unidades de servicio de capital durante el período t y δK_{t-1} es la depreciación del stock disponible al principio del período. Para conocer el coste de uso buscado puede procederse del siguiente modo.

Al final del período $t-1$ se invierte una unidad de servicio de capital por la que debe pagarse un precio q_{t-1} , lo cual significa unas necesidades financieras de q_{t-1} unidades monetarias. El coste financiero de los fondos para la empresa es α_t , de forma que el principal y los intereses de la operación supondrán un coste total de la operación al final del período t de $q_{t-1} (1 + \alpha_t)$ unidades monetarias. En ese mismo momento t la empresa dispondrá todavía de $(1-\delta)$ unidades de servicio de capital que al precio corriente q_t tendrán un valor de $q_t(1-\delta)$ unidades monetarias. La diferencia entre el coste total de la inversión en t y el valor de la misma en t , es el coste imputable a la

unidad de servicio de capital correspondiente al período comprendido entre $t-1$ y t . Es decir, el coste de uso C_t será igual a,

$$C_t = q_{t-1}(1+\alpha_t) - q_t(1-\delta)$$

o bien,

$$C_t = q_{t-1}(\alpha_t + \delta - (1-\delta) \frac{q_t - q_{t-1}}{q_{t-1}})$$

Para resarcirse de este coste la empresa cuenta con el rendimiento que obtiene con la asignación productiva de la unidad de servicio de capital. Por tanto la empresa ajustará su stock de capital productivo de tal forma que la productividad marginal del mismo se iguale al coste de uso C_t . El coste de uso C_t se convierte así en el coste del recurso capital relevante para las decisiones sobre asignación del mismo y por tanto será también el coste relevante para el cálculo del beneficio económico, definido anteriormente como diferencia entre el valor de la producción del período y el coste de los recursos utilizados para obtenerla.

Llamando Q_t a la producción del período t , L_t a la cantidad de inputs variables utilizados por los que se ha pagado un precio unitario w_t , y p_t el precio de venta del output en ese mismo período, el beneficio económico, B_t , vendrá dado por,

$$B_t = p_t Q_t - w_t L_t - C_t K_{t-1} \quad (2)$$

La ecuación (2) define el beneficio económico como renta residual de un período, una vez descontado del valor de la producción todos los costes explícitos e implícitos relevantes. Se trata de un beneficio ex-ante, es decir calculado sobre valores esperados si se reconoce que la actividad empresarial se realiza en condiciones de incertidumbre. A partir de él se puede determinar si la empresa obtiene o no beneficios extraordinarios, en cuanto que estos beneficios irán asociados con un valor positivo de B_t de una forma continuada en el tiempo.

El concepto residual de beneficio económico recoge una medida de beneficio por período. Alternativamente cabe hablar de una medida de beneficio económico que tenga en cuenta el carácter multiperíodo de la actividad de la empresa. La medida relevante es el valor actual neto

de la empresa o, de forma equivalente bajo determinados supuestos^{12/}, la comparación entre la tasa de rentabilidad interna de la inversión en capital que realiza la empresa y el coste de oportunidad financiero de esa inversión. Presentamos ahora el análisis del beneficio desde la comparación entre rentabilidad interna y coste financiero; posteriormente se abordará el tema desde la perspectiva del valor actual neto. La tasa interna de rentabilidad, TIR, de la empresa contemplada como proyecto de inversión, se define como la tasa de descuento aplicada al flujo de rentas esperado a lo largo de un determinado horizonte temporal, para la cual el valor descontado se hace igual a cero. Bajo determinados supuestos, beneficio a largo plazo positivo contemplado como valor actual neto mayor que cero, es equivalente a una TIR mayor que el coste de oportunidad financiero. Esta circunstancia explica, probablemente, que se asocie "rentabilidad" con un significado económico, con el concepto de tasa interna de rentabilidad. También justificaría que, como se indicó en la introducción, se haya planteado la pregunta sobre qué relación existe, si hay alguna, entre la rentabilidad de la inversión calculada como cociente entre el beneficio contable y una medida de inversión extraída del balance de situación de la empresa, y el concepto de rentabilidad económica, como tasa interna de rentabilidad de una inversión. Las conclusiones a que se ha llegado en la respuesta a esa pregunta han sido, en general, poco propicias para poder utilizar indistintamente, sin errores graves, la rentabilidad calculada a partir de datos contables, como medida de rentabilidad económica. A continuación proponemos una medida de rentabilidad que utiliza esencialmente datos contables y que incorpora el significado de rentabilidad económica.

El cálculo contable del beneficio ignora generalmente la imputación de un coste de oportunidad financiero a la inversión realizada. Aplicando este planteamiento podemos definir un beneficio contable ajustado, BCA_t , como suma del beneficio económico por período, B_t y el coste de oportunidad financiero imputado a la inversión total,

$$BCA_t = B_t + \alpha_t q_{t-1} K_{t-1} = p_t Q_t - w_t L_t - q_t \delta K_{t-1} + (q_t - q_{t-1}) K_{t-1} \quad (3)$$

Vamos a probar que la rentabilidad contable ajustada, RCA_t , calculada como el cociente entre el beneficio contable ajustado y la inversión total,

$$RCA_t = \frac{p_t Q_t - w_t L_t - q_t \delta K_{t-1} + (q_t - q_{t-1}) K_{t-1}}{q_{t-1} K_{t-1}} \quad (4)$$

es realmente una tasa interna de rentabilidad y por tanto puede utilizarse como una medida de rentabilidad económica.

A partir de (1) tenemos,

$$K_{t-1} - \delta K_{t-1} = K_t - I_t$$

que sustituido en el numerador de (4) implica,

$$RCA_t = \frac{p_t Q_t - w_t L_t - (q_{t-1} K_{t-1} - q_t (K_t - I_t))}{q_{t-1} K_{t-1}} \quad (4')$$

o bien,

$$q_{t-1} K_{t-1} (1 + RCA_t) = p_t Q_t - w_t L_t - q_t I_t + q_t K_t$$

Finalmente,

$$0 = - q_{t-1} K_{t-1} + \frac{p_t Q_t - w_t L_t}{1 + RCA_t} + \frac{q_t (K_t - I_t)}{1 + RCA_t} \quad (5)$$

Esta expresión indica que con una inversión inicial de $q_{t-1} K_{t-1}$ se generan unos flujos de rentas positivos por las operaciones del negocio, $(p_t Q_t - w_t L_t)$ y por el valor final del capital todavía productivo en t , antes de incorporar a ese capital la inversión nueva. Por lo tanto RCA_t es la tasa de descuento que iguala a cero el valor actual del flujo de rentas, es decir, equivale a una tasa interna de rentabilidad^{13/}.

La tasa de rentabilidad RCA_t es una tasa nominal en cuanto que los beneficios que aparecen en el numerador de la expresión (4) son beneficios expresados en unidades monetarias del final del período, mientras que la inversión del denominador se expresa en unidades monetarias de final del período precedente. Una parte del valor de RCA_t irá destinada a compensar la inflación del período, por lo que resulta de interés conocer cual es la rentabilidad real, es decir, la que resulta de descontar la inflación de la rentabilidad nominal. Definiendo por $RCAR_t$ la rentabilidad real buscada se sabe que,

$$RCAR_t = \frac{1 + RCA_t}{1 + \pi_t} - 1 = \frac{RCA_t - \pi_t}{1 + \pi_t}$$

donde π_t es la tasa de inflación del período. Haciendo uso de esta relación en (4') se obtiene,

$$RCAR_t = \frac{p_t Q_t - w_t L_t - q_t \delta K_{t-1} + (q_t - q_{t-1}) K_{t-1} - \pi_t q_{t-1} K_{t-1}}{(1 + \pi_t) q_{t-1} K_{t-1}} \quad (6)$$

expresión que permite calcular la rentabilidad real buscada.

Los análisis de la rentabilidad empresarial acostumbran a distinguir entre rentabilidad de la inversión total y rentabilidad de los fondos propios, es decir rentabilidad de los fondos aportados por los accionistas para financiar la inversión productiva. La rentabilidad sobre fondos propios se calcula a partir de una medida de beneficio absoluto que representa la remuneración residual para el accionista, y que se obtiene sustrayendo de la remuneración a la inversión total definida en el cálculo de RCA_t , los gastos financieros que corresponden a la remuneración de la financiación contratada en forma de deuda. Si llamamos i_t al tipo de interés corriente que paga la empresa por peseta de deuda y b es la proporción de deuda sobre el total del activo a precios de reposición, la rentabilidad contable ajustada real del accionista, $RCARA_t$, es igual a,

$$RCARA_t = \frac{p_t Q_t - w_t L_t - q_t \delta K_{t-1} + (q_t - q_{t-1}) K_{t-1} - i_t b q_{t-1} K_{t-1} - (1-b) \pi_t q_{t-1} K_{t-1}}{(1 + \pi_t)(1-b) q_{t-1} K_{t-1}} \quad (7)$$

Es fácil comprobar que la relación entre $RCAR_t$ y $RCARA_t$ viene dada por la expresión,

$$RCARA_t = RCAR_t + (RCAR_t - i) \frac{b}{(1 - b)} \quad (8)$$

donde $i = (i_t - \pi_t)/(1 + \pi_t)$ es el tipo de interés real. La expresión (8) indica que la rentabilidad contable ajustada del accionista, expresada en términos reales, es igual a la rentabilidad contable ajustada real calculada sobre el total de la inversión, más un término que recoge el denominado efecto apalancamiento financiero y que corresponde en realidad al impacto de la presencia de endeudamiento en el pasivo de la empresa, sobre la rentabilidad de los fondos propios de la misma. Nótese que el efecto apalancamiento financiero pone en relación rentabilidad y tipo de interés expresados en términos reales.

Hasta aquí la exposición se ha centrado en presentar diferentes medidas que permiten aproximarnos al concepto económico de beneficio. La primera hacia hincapié en el concepto de beneficio como diferencia entre valor y coste de la producción referidos ambos a un periodo de tiempo. Las medidas restantes parten de la noción de beneficio a largo plazo y en ellas interviene el valor económico de la inversión; dentro de ellas se ha introducido el concepto de rentabilidad interna de la inversión la cual se deberá comparar con el coste de oportunidad financiero de la inversión para averiguar si existe o no beneficio económico. Puesto que se han identificado tres medidas de rentabilidad contable a las que cabe atribuirles el significado de tasas internas de rentabilidad, concluimos este apartado con un cuadro donde se indica cual es la medida de coste de oportunidad financiero relevante para llevar a cabo la comparación en cada caso (Cuadro 4). Las medidas de coste de oportunidad financiero se extraen de la literatura sobre economía financiera^{14/}.

Beneficio y Valor Económico de la Empresa.- La comparación entre la tasa interna de rentabilidad de la empresa, contemplada como proyecto de inversión, y el coste de oportunidad financiero del capital, no es la única forma de evaluar si la empresa obtiene o no beneficios económicos. De hecho este procedimiento puede plantear dificultades técnicas si la distribución temporal de flujos de

renta no permite obtener una tasa interna de rentabilidad única o incluso esa tasa de rentabilidad tal vez no pueda calcularse. La propuesta alternativa implica definir el beneficio económico a largo plazo de la empresa como la diferencia entre el valor económico de los recursos productivos mantenidos en su empleo actual, V , y el coste de oportunidad que se soporta por ello,

$$\begin{array}{l} \text{Beneficio Económico} \\ \text{a Largo Plazo} \end{array} = V - \text{Coste de oportunidad}$$

El Coste de Oportunidad depende del valor de los activos en usos alternativos puesto que ese valor, en comparación con el valor en el empleo corriente, determina la decisión del propietario de la empresa ante esos activos. Junto al valor económico V existen otras dos valoraciones de los activos, su precio de reposición, PR , y su valor de liquidación o realización, VR . Ignorando la situación, necesariamente transitoria, en la cual el valor de realización es mayor que el de reposición, las posibles relaciones entre las tres valoraciones, con la consiguiente decisión sobre los activos afectados, se resumen del siguiente modo:

$V \geq PR > VR$	Decisión: Reponer el activo; Coste de
$PR > V > VR$	Decisión: Mantener el activo; Coste de sin renovarlo Oportunidad, V .
$PR > VR > V$	Decisión: Liquidar el activo ; Coste de Oportunidad, VR .

Por lo tanto el Coste de Oportunidad se determina por,

$$\text{Coste de Oportunidad} = \min \{PR, \max \{V, VR\}\}$$

La situación más estudiada, y que en realidad se supone implícitamente en la exposición presentada en el epígrafe anterior, es la que corresponde a un coste de oportunidad igual al precio de reposición del activo. La empresa obtiene beneficio a largo plazo positivo en este supuesto si $V \geq PR$ o bien si $V/PR \geq 1$. Esta condición por la cual el ratio de valoración, o cociente entre el valor económico y el precio de reposición de los activos, es mayor o igual a 1 es en

realidad la medida de beneficio propuesta por algunos autores a partir del ratio q de Tobin que tiene la misma definición, Lindberger y Ross (1981). Bajo determinados supuestos, la relación entre la condición de beneficio a largo plazo no negativo expresada por $V/PR \geq 1$ y la expresada por $R \geq \alpha$ es inmediata. Por ejemplo, si no hay crecimiento y R y α se mantienen constantes en el tiempo se comprueba que el cociente V/PR es igual precisamente a R/α .

La exposición previa advierte, no obstante, sobre dos cuestiones importantes. La primera es que el precio de reposición no es la única medida del valor de los activos relevante para ser comparada con el valor económico de estos activos, y por tanto para calcular a través de ella estimaciones de la rentabilidad, R . Segundo, nótese que en ningún momento aparece en las relaciones el precio de adquisición de los activos. Puesto que el precio de adquisición es precisamente el criterio de valoración dominante en la elaboración de los estados financieros, cualquier estimación del ratio de valoración a partir de valores contables de los activos, estará afectada por las mismas críticas que se vierten sobre el cálculo de la rentabilidad del capital a partir de beneficios o valor contable de los activos. El Cuadro 5 muestra una comparación más completa entre las implicaciones de utilizar el ratio de valoración definido con criterios económicos y el que se obtiene utilizando valores contables. La creciente utilización del ratio de valoración a partir de estimaciones contables del valor de los activos, nos sugiere la conveniencia de advertir sobre sus diferencias, sustanciales, en relación al estrictamente correcto uso del concepto^{15/}.

Otras Discrepancias entre Rentabilidad Contable y Económica.- En los párrafos precedentes se ha destacado la discrepancia que puede producirse entre rentabilidad contable y rentabilidad económica como consecuencia de que, en el cálculo de aquella, i) no se tengan en cuenta las plusvalías o minusvalías derivadas de cambios en el valor de los activos invertidos por la empresa; ii) los activos se valoren a precios de adquisición. Las diferencias entre rentabilidades contables de empresas y/o industrias pueden deberse, además, a otras causas no menos importantes que las aludidas en el epígrafe anterior. Entre ellas caben citarse las diferencias atribuibles a la elección del método de depreciación elegido para el cálculo de la amortización contable, a diferencias en la vida útil de los activos productivos, a diferencias en la tasa de crecimiento del stock de capital y a diferencias en el tratamiento de la inversión en activos intangibles. Centraremos nuestra atención ahora en las

implicaciones para la medición del beneficio de dar un tratamiento contable u otro a la inversión en activos intangibles; el análisis se realizará en el contexto de los intereses y objetivos de la Economía Industrial.

Los modelos teóricos de competencia industrial predicen el siguiente resultado sobre los beneficios medios de una industria en un momento en el tiempo,

$$\frac{\text{Beneficio Económico}}{\text{Ventas}} = \frac{H}{\eta} + \gamma \text{ Barreras a la Entrada}$$

donde H es el índice de concentración de Herfindhal y η , γ son parámetros positivos. Puesto que el beneficio económico es difícil de observar se sustituye por,

$$\text{Beneficio Económico (t)} = \text{Beneficio Contable (t)} - C_k K(t) - C_a A(t)$$

donde C_k y C_a son respectivamente los costes de uso de los inputs capital físico, cuyo stock es $K(t)$, y capital intangible cuyo stock se mide por $A(t)$. Sustituyendo en la expresión anterior,

$$\frac{\text{Beneficio Contable (t)}}{\text{Ventas (t)}} = C_k K(t) + C_a A(t) + \frac{H}{\eta} + \gamma \text{ Barreras a la Entrada}$$

donde C_k y C_a son ahora parámetros a estimar^{16/}.

Las Barreras a la entrada se asocian con frecuencia, entre otras razones, al stock de activos intangibles, $A(t)$, y por tanto se escribe,

$$\frac{\text{Beneficio Contable (t)}}{\text{Ventas (t)}} = C_k \frac{K(t)}{\text{Ventas(t)}} + (C_a + \gamma) \frac{A(t)}{\text{Ventas (t)}} + \frac{H}{\eta} \quad (9)$$

Una vez se ha estimado empíricamente el coeficiente $(C_a + \gamma) = f$ la rentabilidad del activo intangible como barrera a la entrada, γ , se puede obtener dando valores al coste de oportunidad C_a que, siguiendo el paralelismo con el activo tangible será aproximadamente igual a $(\alpha_a + \delta_a) = C_a$, donde α_a es el coste de oportunidad financiera y δ_a la tasa de depreciación del activo. Es decir, $\gamma = f - \alpha_a - \delta_a$.

Los pasos descritos constituyen un procedimiento correcto para evaluar la rentabilidad de la inversión en activos intangibles como barreras a la entrada. Los procedimientos realmente seguidos difieren con frecuencia del descrito, dando lugar a sesgos de estimación importantes. Veamos algunos de ellos. Considérese el caso en que el stock $A(t)$ se sustituye por los gastos corrientes $m(t)$. Supongamos que $m(t)$ crece a una tasa constante real g_a y que se deprecia a una tasa también constante, δ_a . Es decir,

$$m(t) = m(0)(1 + g_a)^t$$

$$A(t) = \sum_{i=0}^t (1 - \delta_a)^i m(t-i)$$

de donde,

$$A(t) = m(t) \frac{(1 + g_a)}{\delta_a + g_a}$$

Si la ecuación (9) se estima sustituyendo $A(t)$ por $m(t)$ el coeficiente

que se obtiene es $f^i = (C_a + \gamma) \frac{(1 + g_a)}{(\delta_a + g_a)} = f \frac{(1 + g_a)}{(\delta_a + g_a)}$. Puesto que en general

$(\delta_a + g_a)$ es menor que uno, f^1 sobre-estima f en un factor $\frac{(1 + g_a)}{(\delta_a + g_a)} > 1$ y por lo tanto $f^1 - \alpha_a - \delta_a$ también sobre-estimaré la rentabilidad de la inversión en activos intangibles como barrera a la entrada.

Otras veces, en análisis menos formales, se comparan directamente rentabilidades calculadas a partir de beneficios contables donde se ha considerado como gasto todo el desembolso en intangibles realizado en el período. Para los sectores donde los activos intangibles son importantes la rentabilidad contable estimada por este procedimiento infraestimaré la verdadera rentabilidad económica. En efecto, siguiendo con la notación anterior, la rentabilidad contable sería,

$$R^C(t) = \frac{\text{Beneficio Contable sin intangibles (t)} - a(t)}{K(t)} = \frac{\text{Beneficio Contable (t)}}{K(t)}$$

mientras que el tratamiento de los intangibles como inversión implica una rentabilidad R ,

$$R(t) = \frac{\text{Beneficio Contable sin intangibles (t)} - \delta_a A(t)}{K(t) + A(t)(1 - \delta_a)}$$

Manipulando algebraicamente estas dos ecuaciones se obtiene,

$$R^C(t) = R(t) + \frac{a(t)}{K(t)} (1 - \delta_a) \left[\frac{R(t)(1 + g_a) - g_a}{\delta_a + g_a} \right]$$

El ratio de rentabilidad contable $R^C(t)$ sobre-estimaré a la rentabilidad económica $R(t)$ si el segundo término a la derecha de esta expresión es positivo, para lo cual bastará que $R(t)$ sea mayor que g_a ; esta condición es razonable que ocurra pues de otro modo la inversión en publicidad significaría una rentabilidad neta negativa.

4.- Los Análisis sobre los Beneficios de la Empresa Española a partir del Concepto Económico de Beneficio

En este apartado se comparan las referencias al beneficio empresarial realizadas en los análisis sobre el comportamiento de los beneficios de las empresas españolas, con el uso del término beneficio que se desprende de la aproximación económica al mismo expuesta en el apartado precedente.

i) Beneficio y Eficacia en la Gestión. - La evolución de los beneficios del INI ha sido esgrimida como muestra de las mejoras en la gestión de la empresa que se han producido durante los últimos años. La noción de beneficio manejada para llevarla a cabo es la valoración correspondiente a la de beneficio contable convencional o renta residual de los accionistas. Las discrepancias entre esta medida de beneficio y el concepto económico de beneficio, como diferencia entre valor y coste de la producción, son de dos tipos principalmente, ignorar el coste de oportunidad financiero de los fondos propios e ignorar la discrepancia entre coste medio pagado por los fondos ajenos y el coste marginal de estos fondos.

Es evidente que si no se imputa un coste de oportunidad financiero a los fondos propios, para un activo total dado, un aumento en la proporción de fondos propios utilizados para financiar ese activo conducirá a una mejora en el beneficio contable. Si, como se hace en la memoria del INI, el único coste financiero que se le atribuye al activo es el coste de la deuda, disminuyendo ésta aumentará el beneficio contable residual. Esto es, en parte, lo que ocurre según los datos del Cuadro 1.

Los mismos datos del Cuadro 1 permiten estimar el coste medio de los fondos ajenos realmente pagados por el INI, igual a los gastos financieros del ejercicio divididos por la deuda total (Activo - Fondos Propios). El cálculo revela que este coste se sitúa entre un 7 y un 8 por cien. Al mismo tiempo el Boletín Estadístico del Banco de España indica que los tipos nominales de emisión de las obligaciones que realiza el INI durante los años 1983 hasta 1988 son, 13,0%, 13,5%, 12,5%, 10%, 13,1% y 11,6%, claramente superiores a los costes unitarios medios. La discrepancia radica probablemente en ignorar costes implícitos (como los que se refieren a la financiación de proveedores) y en las subvenciones recibidas a través de financiaciones privilegiadas.

La aproximación económica al beneficio atribuye un coste de oportunidad financiero a todos los recursos inmovilizados para la actividad productiva. Más aún, ese coste debe calcularse a partir de tipos de interés corrientes que reflejen costes de oportunidad y por ello el tipo de interés de las obligaciones emitidas es la medida del coste financiero relevante. El Cuadro 6 muestra la evolución de los beneficios calculados bajo esta premisa, así como su desglose en costes no imputados a los fondos propios y costes por diferencia entre coste de oportunidad y coste medio de los fondos ajenos. En el cálculo se supone que el coste de oportunidad de los fondos propios es el tipo de interés de las obligaciones (prima por riesgo igual a cero). Como puede comprobarse, las conclusiones sobre la evolución de la eficacia en la gestión de la empresa son muy distintas si se basan en la primera o en la última fila del Cuadro 6. El criterio económico de beneficio solo muestra mejoras algo significativas en la gestión en 1986 y 1988, pero es preciso tener en cuenta que en estos dos períodos el coste de oportunidad financiero es sensiblemente inferior, por lo cual más de la quinta parte de la aminoración de las pérdidas es atribuible a reducciones en el coste de oportunidad financiero, reducción que es exógena a la gestión empresarial.

ii) ¿Beneficios "Excesivos" o "Normales"?.- Apuntábamos anteriormente que una de las referencias utilizadas para valorar si los beneficios de los Bancos españoles son altos o bajos es la comparación con los beneficios de los Bancos en otros países. Mañas (1990) hace una valoración de las diferentes medidas de beneficio y rentabilidad utilizadas para llevar a cabo la comparación, decantándose por la rentabilidad sobre Fondos Propios contables, frente a la medida que descuenta de esta rentabilidad la tasa de inflación en cada uno de los países. Se argumenta para justificar esta propuesta que la rentabilidad sobre Fondos Propios contables ya es una tasa de rentabilidad real en cuanto que en el beneficio contable que se incluye en el numerador para el cálculo de la rentabilidad están compensadas plusvalías y minusvalías por cambios en los precios.

El análisis sobre el beneficio económico presentado en el apartado anterior reconoce efectivamente estas plusvalías y minusvalías, con lo cual la propuesta de Mañas sería parcialmente coincidente con la noción de beneficio económico, pero continua ignorando aspectos importantes.

i) No tiene en cuenta que el denominador, Fondos Propios, debe estar expresado también en pesetas corrientes para que la rentabilidad resultante sea una rentabilidad real.

ii) Si la proporción de Fondos Propios sobre el total de Activo difiere sustancialmente de unos países a otros, las rentabilidades calculadas para cada uno de ellos no son comparables en cuanto que el riesgo financiero, para un riesgo económico dado, también será diferente.

iii) La rentabilidad real no será una medida de beneficio diferencial si el coste de oportunidad financiero, real, difiere de unos países a otros^{17/}.

iv) Aunque las dotaciones a Saneamientos y Provisiones ajustan la rentabilidad de la inversión por diferencia en el riesgo económico de las entidades financieras, también es cierto que hay importantes elementos de discrecionalidad, reconocidos en diversos ámbitos, así como legislativos, en tales dotaciones. Por ello puede resultar de utilidad conocer las diferencias en la rentabilidad que ocurren antes y después de estas dotaciones. En esta línea también es relevante tener en cuenta diferencias en la tributación de las sociedades en unos países frente a otros.

v) En países como España las empresas han regularizado periódicamente sus Balances, mientras que en otros países esa regularización nunca ha estado permitida. Ello puede distorsionar significativamente las comparaciones entre cifras de rentabilidad; tengase en cuenta que en los años 1984 a 1986 la reserva por regularización representa entre un 15,5 y un 20,6% del total del Fondos Propios de los Bancos españoles.

Con el fin de avanzar en la superación de estas limitaciones se ha elaborado la información contenida en el Cuadro 7, donde también se indica de forma detallada el procedimiento seguido para llegar hasta ella. Aunque la columna referida a 1985 puede estar sujeta a la limitación de tratarse de una observación puntual, tiene en cambio la ventaja frente a la columna que incluye valores promedios, el hecho de que en 1985 se habrán minimizado de forma sustancial los sesgos que han podido introducirse en las estimaciones debido a diferencias en la valoración corriente en el año de partida (1981) entre unos países y otros.

El cociente entre la rentabilidad de los Fondos Propios y el tipo de interés real es una aproximación al ratio q de Tobin, con lo cual un

valor mayor que uno indicaría presencia de beneficios extraordinarios en una magnitud igual, en porcentaje sobre el tipo de interés real, a la diferencia con respecto a uno multiplicado por cien. Comparando estos ratios antes o después de saneamientos se advierte que estas dotaciones difieren sustancialmente entre unos países u otros, siendo Japón el país que hace una menor dotación (reflejado en el avance que consigue este país en el ranking de rentabilidad relativa neta, frente al lugar que ocupa en la columna de rentabilidad antes de saneamientos) y Francia el país con dotaciones más generosas^{18/} (con el consiguiente retroceso en el ranking de rentabilidades relativas netas).

Las medidas de beneficio que comparan rentabilidad sobre Fondos Propios con tipo de interés real tienen la limitación ya señalada de que no tienen en cuenta el impacto de las diferencias en la proporción de Fondos Propios sobre total de Activo, entre los diferentes países. Para atenuar esta limitación se propone como alternativa el cociente entre el Beneficio Extraordinario o Beneficio Económico y el Valor Añadido. Con ello se excluyen los Fondos Propios como denominador en la medida relativa de beneficio y se sustituyen por una variable que no está afectada por la estructura financiera de los Bancos. Más aún parece razonable relativizar el beneficio "excesivo" por el total de riqueza creada, en la medida en que las oportunidades de generar tal beneficio estarán determinadas por el volumen de valor creado con la actividad económica. Finalmente en favor de esta medida de beneficio habría que decir que la mitad de su valor representa el porcentaje de pérdida de bienestar sobre la riqueza creada, atribuible al ejercicio de poder de monopolio en el mercado^{19/}. Es, por tanto, la cifra de beneficio relativo que interesa evaluar desde un punto de vista social, frente al interés privado de las otras dos medidas propuestas. En Francia la pérdida de bienestar sería prácticamente nula, mientras que Japón y España son los países con pérdidas más elevadas, especialmente en 1985^{20/}.

La comparación de los beneficios de los Bancos españoles con los de los demás países conduce a conclusiones muy dispares según se tengan en cuenta o no las Reservas por Regularización en la estimación de los Fondos Propios. Cuando estas Reservas se excluyen, España ocupa el primer lugar destacado en el ranking de países, siempre que se manejen cifras netas de beneficios, y un lugar intermedio cuando se utilizan cifras antes de saneamientos.

La discusión sobre beneficios normales o excesivos no solo está presente en las comparaciones internacionales de la rentabilidad del capital para un sector determinado, sino que se extiende también a

la comparación de los beneficios intersectoriales dentro de un determinado país. Este es precisamente el campo de interés de los estudios de Economía Industrial, entre los que se encuentran algunos realizados para los sectores industriales españoles, a los que nos referimos anteriormente. Las diferencias intersectoriales en los beneficios contables relativos se explican habitualmente por algunas de las tres razones siguientes: i) diferencias en el nivel de riesgo soportado por las empresas; ii) diferencias en los niveles de eficiencia empresarial; iii) diferencias en el poder de monopolio. A ellas queremos añadir ahora una más adicional relacionada con determinadas prácticas contables: iv) diferencias en la importancia de los activos intangibles capitalizables.

En el apartado precedente se demostró que, en condiciones normales, la consideración de los gastos de investigación y desarrollo y los gastos en publicidad, principales fuentes de activos intangibles, como gastos corrientes, tendía a sobre-estimar la rentabilidad contable en comparación con la que se obtendría si esos gastos se capitalizaran y se imputara como coste del período la depreciación del stock de capital intangible de la empresa. La comparación intersectorial de beneficios relativos deberá tener en cuenta estos posibles sesgos. Así por ejemplo de acuerdo con los datos del Cuadro 2, los sectores Químico, Instrumentos de Precisión y Alimentación muestran cifras de rentabilidad contable sobre activos claramente superiores al promedio industrial. Es previsible, no obstante, que estas cifras sobre estimen la rentabilidad económica dado que son precisamente sectores donde los intangibles son especialmente importantes. De acuerdo con información publicada por el INE^{21/}, los gastos en I+D por peseta de valor añadido son de 1,26 por cien para el conjunto de empresas y de 2,65 por cien (más del doble) en los sectores Químico y de Instrumentos de precisión. Otras fuentes^{22/} aproximan la publicidad del sector alimentario (incluido Bebidas y Tabaco) a un 11 por cien de los gastos totales de publicidad durante el año 1987, mientras que este sector solo representa el 3,3 por cien del PIB de la economía española.

La comparación intersectorial de beneficios deberá tener en cuenta los sesgos potenciales que se derivan de ignorar el carácter de inversión que tienen los gastos en activos intangibles. Estos sesgos pueden haber estado presentes en algunos estudios formales que se han llevado a cabo sobre los determinantes de los beneficios sectoriales. Así por ejemplo Jaumandreu y Mato (1987) estiman la siguiente relación empírica entre margen de beneficios y gastos en publicidad, para un conjunto de sectores industriales españoles:

$$\frac{\text{Beneficio}}{\text{Ventas}} = 3,6 - \frac{\text{Gastos de Publicidad}}{\text{Ventas}} - 2,8 \frac{\Delta \text{Gastos de Publicidad}}{\text{Ventas}} +$$

$$+ 0,035 \frac{\text{Capital Físico}}{\text{Ventas}} + \dots$$

Los autores interpretan el coeficiente positivo 3,6 como el efecto de las barreras a la entrada sobre los beneficios sectoriales y el coeficiente -2,8 como el efecto de la intensidad competitiva en publicidad sobre el mismo beneficio. Por otra parte, a la variable Gastos de Publicidad/Ventas, calculada como promedio de tres años, se le atribuye el significado de stock de capital comercial de la industria.

Lo expuesto en el apartado anterior nos permite llegar a una acotación más precisa de la rentabilidad de la inversión en publicidad como barrera a la entrada. Sabemos que,

$$\Delta \text{Gastos Publicidad}_t = (1+g_a) \text{Gastos Publicidad}_{t-1} - \text{Gastos Publicidad}_{t-1} =$$

$$= \frac{g_a}{(1+g_a)} \text{Gastos Publicidad}_t$$

Sustituyendo en la ecuación estimada por Jaumandreu y Mato,

$$\frac{\text{Beneficio}}{\text{Ventas}} = (3,6 - 2,8 \frac{g_a}{1+g_a}) \frac{\text{Gastos de Publicidad}}{\text{Ventas}} +$$

$$+ 0,035 \frac{\text{Capital Físico}}{\text{Ventas}} + \dots$$

El coeficiente $(3,6 - 2,8 \frac{g_a}{1+g_a})$ ha sido identificado previamente

como $\frac{(\alpha_a + \delta_a + \gamma)(1 + g_a)}{\delta_a + g_a}$. Por lo tanto la rentabilidad total de la inversión en publicidad, $\alpha_a + \gamma$, será,

$$\alpha_a + \gamma = \frac{(3,6 - 2,8 \frac{g_a}{1 + g_a})(\delta_a + g_a) - (1 + g_a)\delta_a}{1 + g_a}$$

Dando unos valores razonables a δ_a y g_a , $\delta_a = 0,3$, $g_a = 0,10$, se obtiene $\alpha_a + \gamma_a \approx 0,90$, es decir una rentabilidad total del 90 por cien, muy superior a la de 3,5 por cien que se estima para el capital físico. Sin embargo esa misma rentabilidad es sensiblemente menor que la se

estimaria a partir de $\alpha_a + \gamma = (3,6 - 2,8 \frac{g_a}{1 + g_a}) - \delta_a$, es decir si no se

distinguiera entre stock y flujo de la inversión en publicidad.

iii) ¿Crisis Económica o Financiera? - Decíamos que uno de los diagnósticos más generalizados entre los analistas económicos españoles sobre las causas de la crisis de finales de los setenta y principios de los ochenta en España, es el que la atribuye a los altos costes financieros que tuvieron que soportar las empresas durante esos años. Tales costes dieron lugar a un efecto reductor del endeudamiento sobre la rentabilidad de los fondos propios de las empresas, haciendo que esta rentabilidad descendiera a niveles tan bajos que desanimaron toda actividad inversora.

Pocas veces se reconoce, no obstante, que los estados financieros de las empresas a partir de los cuales se elabora la información contenida, primero, en los Análisis de APD y, después, en los Informes de la Central de Balances, y que sirve de base para este diagnóstico, está distorsionada por las altas tasas de inflación que soportan durante esos años las empresas españolas y por el criterio de precio histórico que predomina a la hora de realizar las anotaciones contables de las transacciones económicas. Comparar cifras de beneficios y rentabilidad contables referidas a períodos de tiempo

La valoración a precios históricos o de adquisición de los activos productivos incorporados al stock de activos de la empresa, práctica habitual según las normas contables implica que stocks idénticos de unidades de servicios de capital productivo, aparecerán con un valor monetario distinto en el balance según cual haya sido el proceso de inversión y acumulación que se ha seguido y los precios corrientes de los bienes de capital en que se haya valorado la inversión de cada período. La valoración de los recursos a precios de reposición daría a idénticas unidades de servicios de capital productivos un mismo valor monetario. Estas discrepancias se agravan en países como España debido a que con una periodicidad errática el Plan General Contable permite que las empresas revisen el valor de sus activos en el balance, si tal actualización ha sido dispensada de tributación fiscal. La última Regularización de Balances se produce en España en 1983 después de haberse permitido durante varios años sucesivos desde 1979. Es evidente que durante los años en que existen las Regularizaciones las partidas del activo fijo aparecerán valoradas de forma muy diferente a como se registran cuando ya han transcurrido varios años sin que esa Regularización se produzca. Como muestran las cifras siguientes, referidas al subconjunto de empresas privadas no energéticas incluidas en la publicación de la CBBE, el saldo de la cuenta Actualización y Revalorización tiene una importancia muy desigual en proporción al total del Activo Neto del balance en 1983 y en 1988. No parece razonable suponer que esa diferencia responde a razones económicas.

	AÑOS					
	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>
Cuentas Actualización y Revalorización en	21,4	18,6	14,6	12,5	7,3	4,9
Porcentaje sobre Pasivo Remunerado (Activo Neto)						

El saldo de la cuenta de Actualización y Revalorización afecta a la comparación inter-anual de la rentabilidad de las empresas por dos motivos. En primer lugar porque en el cálculo de la rentabilidad interviene, en el numerador, el resultado del ejercicio y éste depende de la dotación a amortizaciones, cuyo valor depende a su vez de la importancia de la Actualización en el valor en balance de los activos amortizables. Segundo, porque el denominador que interviene en el

diferentes sin ajustar por las diferencias tan notables en los niveles generales y particulares de precios en cada período, es muy poco significativo e induce a posibles errores en el diagnóstico. Para comprobarlo hemos elaborado el Cuadro 8 donde se incluyen datos de rentabilidad contable ajustados por inflación y datos sin ajustar, extraídos de tres estudios sobre la empresa española que tienen en cuenta las distorsiones inflacionarias^{23/}. En los tres estudios, los datos contables sin ajustar por inflación ponen de manifiesto un mayor descenso en la rentabilidad sobre los fondos propios, durante los años de la crisis, que en la rentabilidad de la inversión total, es decir confirman las conclusiones del análisis de APD a partir de los estados financieros no corregidos^{24/}. Sin embargo, los tres estudios también coinciden en diagnosticar unas causas de la crisis más próximas a factores económicos que deterioran la rentabilidad del activo total, que a razones financieras recogidas por la evolución del tipo de interés nominal.

Detrás de estas discrepancias en el diagnóstico está la práctica poco correcta de evaluar el efecto apalancamiento comparando rentabilidad total con coste medio de la deuda, ambos calculados a partir de datos contables sin ajustar. Basta tener en cuenta que la regularización de Balances llevada a cabo por las empresas españolas a finales de los años setenta y principios de los ochenta acercó la rentabilidad total a un valor real (nominal menos inflación), mientras que el coste medio de la deuda es un tipo de interés nominal. Se están comparando por tanto magnitudes medidas con diferentes unidades con un resultado final muy poco relevante. La metodología aplicada a través de los ajustes a que se somete la información contable, homogeneiza las unidades de medida y evita errores de diagnóstico.

iv) Beneficios, Propensión a Invertir y Dinamismo Económico - La Central de Balances del Banco de España sustituye a los Análisis de APD como punto de referencia a la hora de evaluar la situación económica y financiera de las empresas españolas y hacer inferencias a partir de ella sobre la situación general de la economía. La importancia creciente que está adquiriendo esa fuente de información obliga a ser extremadamente cuidadoso en su manejo, en la extracción de conclusiones y, especialmente, en la elaboración de políticas públicas que se apoyen en ella. En Salas (1991) hacemos un análisis más completo sobre las posibilidades y limitaciones de la información contenida en la Central de Balances proveniente de estados financieros de las empresas; ilustraremos aquí con un simple ejemplo las razones de la advertencia hecha más arriba.

cálculo de la rentabilidad es una estimación del valor monetario del capital invertido.

Al objeto de calibrar la incidencia de la evolución de la cuenta de Actualización y Revalorización en la estimación de la rentabilidad total de las empresas españolas según cifras de la CBBE, se ha elaborado el Cuadro 9. En él se muestra, primero, la evolución de la rentabilidad calculada habitualmente, poniendo en relación el Resultado Económico Neto y el Activo; si nos atenemos a esta medida de resultados la rentabilidad del capital en el trienio 1986-1988 sería superior en un 33 por cien a la del trienio precedente. La mejora en los resultados de la empresa española ha sido sustancial y así ha sido constatada por los observadores de la evolución de la economía española. La última columna del Cuadro muestra una estimación de la rentabilidad que no está afectada por la evolución del saldo de la cuenta de Actualización y Regularización y que respeta la comparabilidad entre la medida de beneficio y la medida de stock de capital. Las cifras absolutas de las dos columnas no son comparables pero sí su evolución temporal. Atendiendo a la rentabilidad no afectada por el saldo de la cuenta de Actualización, la mejora de la rentabilidad en el subperiodo 1986-1988 frente a la rentabilidad media en el sub-periodo precedente sería solo del 13 por cien, sensiblemente menor. ¿Estaremos asistiendo en nuestro país a una ilusoria mejora de los resultados de las empresas, explicada en gran parte por las distorsiones que introducen en el cálculo de la rentabilidad las normas contables vigentes?

5.- Conclusión

Este trabajo ha revisado algunas de las conclusiones a que se ha llegado en estudios sobre la economía española realizados a partir de información sobre los beneficios empresariales extraída de los estados financieros elaborados por las empresas, poniéndolas en relación con otras, a menudo discordantes, obtenidas analizando medidas de beneficios más próximas al significado económico que se atribuye a este término. A través de él se ha pretendido llamar la atención sobre las diferencias entre los conceptos contable y económico de beneficio y sobre la relevancia de tenerlas en cuenta cuando se trata de realizar estudios económicos basados en medidas de beneficio y/o rentabilidad empresarial. Se ha proporcionado también una propuesta metodológica sobre cómo ajustar la información contable contenida en los estados financieros de las empresas para que a partir de ella se aproxime una medida de beneficio y rentabilidad de la

inversión que sea informativa para la gran parte de las áreas de interés de los análisis económicos: evaluación de la eficacia de la gestión empresarial; evaluación de la existencia o no de beneficios extraordinarios en los mercados y los orígenes o causas de la misma; diagnósticos sobre la evolución de los beneficios en el tiempo; análisis de la inversión y reparto del valor añadido La metodología propuesta destaca la necesidad de valorar activos a precios de reposición y de integrar mejor los estados financieros de balance y cuenta de resultados de las empresas, a través de incorporar a esta última los cambios en el valor de los bienes y servicios poseídos por la empresa a lo largo de un ejercicio económico. En segundo lugar se ha advertido también de las precauciones a tomar cuando se calculan tasas de rentabilidad para empresas o sectores donde los activos intangibles representan una porción significativa de la inversión total; las prácticas contables tienden a considerar la inversión en estos activos intangibles (publicidad, I+D) como gasto corriente, lo cual conduce a que la rentabilidad contable sobre-estime la rentabilidad que se calcularía con criterios económicos. Esta sobre-estimación puede llevar a otros errores cuando, por ejemplo, se desea evaluar la rentabilidad "estratégica" de la inversión en activos intangibles.

La mayoría de los autores reconoce las limitaciones de la información contable para determinados análisis económicos. El presente trabajo sugiere que este reconocimiento debe ir acompañado de ajustes y correcciones en las mediciones contables antes de ser utilizadas en análisis posteriores. De no hacerse, se corre el riesgo de incurrir en errores de apreciación importantes.

CUADRO 1.- Información Contable sobre los Resultados del INI*

PARTIDAS	AÑOS					
	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Activo Neto	3.150,3	3.502,1	3.593,1	3.399,0	3.475,0	3.400
Fondos Propios	468,1	593,0	678,6	783,9	896,7	1.010
Beneficio Antes de Gastos Financieros	40,3	85,2	67,5	88,2	143,0	209
Gastos Financieros	201,5	229,9	209,6	182,0	177,2	178
Resultado**	-161,2	-144,7	-142,1	- 93,8	- 34,2	31

* Cifras en miles de millones

** Antes de beneficios atípicos

Fuente: Memoria Informe sobre la Industria Española, 1988, Cap. VIII: El Instituto Nacional de Industria, MINER (1988).

CUADRO 2.- Rentabilidad Sectorial de la Industria Española*

	1986	1987
Refino de Petróleo	12,01	13,56
Siderurgia	2,46	1,92
Metales no Férricos	6,93	3,89
Productos Farmacéuticos	16,39	16,62
Química no Farmacéutica	15,08	14,96
Productos Metálicos	6,83	8,36
Maquinaria y Material Eléctrico	14,32	17,47
Vehículos	10,12	15,04
Instrumentos de Precisión	11,67	12,00
Alimentación, Bebidas y Tabaco	13,45	14,86
Textil	11,07	11,84
Cuero y Calzado	5,64	8,15
Vestido	8,56	8,53
Papel y Artes Gráficas	11,83	13,79
Promedio Empresa Industrial	8,08	9,33

* Beneficio antes de gastos financieros sobre activo neto; calculado para empresas comunes a partir de los datos de la Central de Balances. Cifras en porcentajes.

Fuente: Memoria Informe sobre la Industria Española 1988, Op. cita., (1988, pág. 222).

CUADRO 3.- Rentabilidad Total y Sobre Fondos Propios de las Empresas Españolas según los Informes de A.P.D. (Datos Contables)

AÑO	Rentabilidad Total*	Rentabilidad sobre Fondos Propios**
1972	13,0	23,0
1973	12,6	22,2
1974	11,6	19,1
1975	9,5	12,1
1976	9,8	12,5
1977	11,2	13,1
1978	11,1	8,9
1979	11,0	8,6
1980	8,6	2,7
1981	9,0	3,9
Promedio 1972-1976	11,3	17,8
Promedio 1977-1981	10,2	7,5

* Beneficio antes de gastos financieros e impuestos sobre activo neto.

** Beneficio después de gastos financieros y antes de impuestos sobre fondos propios.

Fuente: A.P.D. VI Análisis, (1983).

CUADRO 4.- Tasas de Rentabilidad y Costes de Oportunidad Financieros para la Evaluación del Beneficio Económico

Rentabilidad de la Inversión	Coste de Oportunidad Financiero	Definición de Variables y Observaciones
Rentabilidad Contable Ajustada Real sobre Fondos Propios, (RCA _{RA} t)	Coste Financiero de los Fondos Propios en Términos Reales, k(b) $k(b) = k(o) + (k(o)-i) \frac{1-b}{b}$	k(b) = coste financiero real de los fondos propios para un nivel de endeudamiento, b. k(o) = coste financiero real de los fondos propios sin endeudamiento = i + Prima por Riesgo Económico
Rentabilidad Contable Ajustada Real sobre la Inversión Total, (RCA _{RI} t)	Coste Financiero Ponderado de Fondos Propios y Ajenos, en Términos Reales, α (b) $\alpha (b) = (1-b) k(b) + b i$	i = tipo de interés real
Rentabilidad Contable Ajustada Nominal sobre la Inversión Total (RCA _t)	Coste Financiero Ponderado Nominal de Fondos Propios y Ajenos, α _t (b) $\alpha_t (b) = (1-b) k_t (b) + b i_t$	k (b) = Coste Nominal, corriente, de Fondos Propios. En general, k _t (b) = (1 + k(b)) (1 + i _t) - 1 i _t = Coste Nominal Corriente de la Deuda. En general, i _t = (1 + i) (1 + i _t) - 1 i _t = Tasa de inflación en t

**CUADRO 5.- Medidas de Rentabilidad Basadas
en el Ratio de Valoración**

Aproximación Económica		Aproximación Contable	
1)	Valor de Mercado de Fondos Propios y Deuda $\text{Definición del Ratio} = \frac{\text{Valor de los Activos a Precios de Reposición}}{\text{Valor de Mercado de Fondos Propios y Deuda}}$	1)	Valor de Mercado de los Fondos Propios $\text{Definición del Ratio} = \frac{\text{Valor Contable de los Fondos Propios}}{\text{Valor de Mercado de los Fondos Propios}}$
2)	Determinantes del Ratio, $R - \gamma (g)$ $q = \frac{R - \gamma (g)}{\alpha - g}$ R = Rentabilidad total calculada con consumos y stock de activos a precios de reposición (real). $\gamma (g)$ = Crecimiento de la inversión; función de la tasa de crecimiento del stock de capital productivo, los beneficios y los dividendos (real). α = Coste de oportunidad financiera de la inversión total (real). g = Crecimiento de los beneficios y de los dividendos (real).	2)	Determinantes del Ratio $\frac{MV}{BV} = \frac{R_F - g}{k - g}$ R_F = Rentabilidad sobre fondos propios calculada a partir de beneficios y capital contables. g = Crecimiento de los beneficios y dividendos, supuesto igual al crecimiento de la inversión k = Coste de oportunidad financiera de los fondos propios.
3)	Hipótesis Implícitas a) Variables que intervienen en el ratio constantes en el tiempo. b) Ratio evaluado al valor de la tasa de crecimiento g que maximiza el valor económico de la empresa, determinado por la ecuación $\frac{d \gamma (g)}{dg} = q$ Esta ecuación es también la que permite relacionar el valor de q con la propensión a invertir.	3)	Hipótesis Implícitas a) Variables que intervienen en el ratio constantes en el tiempo. b) Valor en libros de la deuda igual a valor de reposición. c) Rentabilidad "contable" igual a rentabilidad "económica" d) Costes de crecimiento nulos; la tasa de crecimiento g que maximiza el ratio es igual a ∞ cuando $R_F > k$, igual a $-\infty$ cuando $R_F < k$ e indeterminada cuando $R_F = k$ e) Cuando se compara MV/BV para diferentes empresas de un mismo sector se considera que el coste financiero k es el mismo para todas ellas. Se ignora por tanto el riesgo financiero entre unas empresas otras; tampoco se distingue entre tipo nominal y real

CUADRO 6.- Beneficio Contable y Beneficio Económico del I.N.I.

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Beneficio Contable	-161,2	-144,7	-142,1	- 93,8	- 34,2	31,0
-Coste de oportunidad de la deuda no imputado	-147,2*	-162,8	-154,7	- 79,5	-160,6	-100,4
- Coste de oportunidad de los fondos propios	- 60,84**	- 80,1	- 84,8	- 78,4	-117,5	-116
Beneficio Económico	-369,2	-387,6	-381,3	-251,7	-312,3	-185,4

* $-147,2 = (3.150,3 - 468,1).0,13 - 201,5$

** $-60,84 = 468,1.0,13$

Fuente: Elaboración propia a partir del Cuadro 1 y el procedimiento descrito en el texto.

CUADRO 7.- Beneficios Bancarios Comparados por Países.

	Rentabilidad antes ⁽¹⁾ de Saneamientos		Rentabilidad después ⁽³⁾ de Saneamientos e Impuestos		Beneficio ⁽⁴⁾ Extraordinario (%)	
	Tipo de Interés Real ⁽²⁾		Tipo de Interés Real		Valor Añadido ⁽⁵⁾	
	1985	Promedio 83-85	1985	Promedio 83-85	1985	Promedio 83-85
España (a)	3,3	3,2	1,50	1,35	6,9	5,0
España (b)	5,5	5,1	2,40	2,2	12,0	10,0
Japón	4,0	3,8	1,81	1,62	9,0	7,5
U.S.A.	4,4	4,2	1,36	1,36	4,9	5,0
Italia	4,9	6,7	1,57	1,74	4,6	4,6
Alemania	6,1	5,8	1,76	1,40	6,0	3,0
Francia	4,9	5,5	0,95	1,10	-0,3	0,9

(1) Calculada como el cociente entre el Beneficio antes de Saneamientos y Provisiones e Impuestos y los Fondos Propios promedios de principio y final del ejercicio expresados a pesetas corrientes.

(2) Según estimaciones publicadas en el Apéndice Estadístico del Informe Anual del Banco de España. Para España se toma el Rendimiento Interno Real de la Deuda del Estado, incluido en la misma publicación.

(3) Beneficio, después de Saneamientos e Impuestos sobre Fondos Propios calculados igual que en (1).

(4) Beneficio contable después de Impuestos menos tipo de interés real por Fondos Propios medios a pesetas corrientes.

(5) Salarios más Beneficio antes de Saneamientos, Provisiones a Impuestos.

(a) Se incluye en los Fondos Propios la Reserva de Regularización.

(b) Se excluye la Reserva de Regularización.

Todos los datos elaborados a partir de la información contenida en la publicación de la OCDE, "Bank Profitability, 1981-1986". Los datos se refieren a Bancos comerciales (Alemania, Japón, Italia, España, U.S.A.) y a Bancos Comerciales y Mutualistas (Francia). En Italia las empresas revalorizaron activos en 1975 y 1982 y en Francia en 1977/78.

CUADRO 8.- Datos para el Diagnóstico Económico y Financiero de la Crisis en España
(Cifras en Porcentajes)

	Datos Contables				Datos Ajustados			
	Rentabilidad Total		Rentabilidad Fondos Propios		Rentabilidad Total		Rentabilidad Fondos Propios	
	Gutiérrez Espitia ¹ y Fdez. ²	A.P.D. ³	Gutiérrez Espitia ¹ y Fdez. ²	A.P.D. ³	Gutiérrez Espitia ¹ y Fdez. ²	A.P.D. ³	Gutiérrez Espitia ¹ y Fdez. ²	A.P.D. ³
Promedios								
1962-1982	9,95	6,00	--	9,30	5,70	--	7,2	3,54
1962-1973	10,70	6,50	--	11,20	7,60	--	7,9	4,40
1974-1982	9,01	5,40	--	6,70	3,30	--	6,3	2,40
1972-1976	--	--	11,3	--	--	17,8	--	--
1977-1981	--	--	10,2	--	--	7,5	--	-0,5

- 1.- M. Espitia, "Rentabilidad y Coste del Capital de la Empresa Española no Financiera: *Situación*" 4 (1987).
- 2.- F. Gutiérrez, E. Fernández. *La Empresa Española y su Financiación* Banco de España, (1985).
- 3.- A.P.D. *Análisis* (1983). Apéndice elaborado por Durán, Salas y Santillana.

**CUADRO 9.- Comparaciones en la Evolución de la Rentabilidad de las
Empresas Privadas no Energéticas según cifras de la Central
de Balances (Empresas Privadas no Energéticas).**

AÑO	Resultado Económico Neto	Resultado Económico Neto más Amortización
	Activo Neto Final del Año	Activo Bruto Final del Año Menos Cuenta Actualización
1983	8,7	12,1
1984	8,4	11,8
1985	9,5	12,3
1986	10,1	12,5
1987	11,9	13,5
1988	13,7	15,0
Promedio 1983-1985	8,9	12,1
Promedio 1986-1988	11,9	13,7
Variación Relativa en Sub-períodos	33,3	13,0

Fuente: Informes Anuales de la Central de Balances del Banco de España. Cifras en Porcentaje.

Notas

- 1.- Los análisis aparecen con frecuencia en las publicaciones de centros de investigación económica como el Banco de España, FEDEA, Fundación Empresa Pública, Ministerios de Economía y de Industria y Energía, Universidades... Las fuentes de datos empresariales varían, pero son principalmente dos, las Grandes Empresas Industriales Españolas del MINER y la Central de Balances.
- 2.- Harcourt (1965), Solomon (1966).
- 3.- Fisher y McCowan (1983), Edwards, Kay y Mayer (1987). En publicaciones españolas esta cuestión ha sido planteada directamente por Bond y Devereux (1990) y Prior (1990).
- 4.- Puestas de manifiesto de una forma muy similar por Solomon (1970).
- 5.- Véase Harcourt (1965), Solomon (1970) y Fisher y McGowan (1983).
- 6.- Fisher y McGowan (1983), principalmente.
- 7.- Solomon (1982), Edwards, Kay y Mayer (1987), aunque los enfoques de los dos trabajos son sensiblemente diferentes.
- 8.- Cuevo García (1989), Maroto (1989).
- 9.- A través del apalancamiento financiero se evalúa el efecto del endeudamiento de la empresa sobre la rentabilidad de sus fondos propios:

$$R_F = R + (R - i) L$$
 donde R_F es la rentabilidad sobre fondos propios, R es la rentabilidad del activo total, i es el coste medio de la deuda y L es la relación entre fondos ajenos y propios. Si no existe endeudamiento ($L=0$), la rentabilidad sobre fondos propios coincide con la total ($R_F = R$). Con endeudamiento positivo ($L > 0$) la rentabilidad sobre fondos propios diferirá de la total siempre que éste último difiera también del coste medio de la deuda; el efecto apalancamiento total se evalúa a través del término $(R - i) L$.
- 10.- Véase Rodríguez Romero (1989, pag. 1 y nota 1); Segura y otros (1989, cap. 9).

- 11.- Este apartado es un resumen de Salas (1991, apartado 3), donde se indican también otras referencias complementarias.
- 12.- Estos supuestos son esencialmente aquellos que aseguran que existe una única tasa de rentabilidad interna real.
- 13.- Para una generalización de este resultado a una situación de múltiples períodos, utilizando una metodología de análisis diferente a la aquí expuesta, véase Edwards, Kay y Mayers (1987).
- 14.- Las referencias básicas arrancan de los trabajos clásicos de Modigliani y Miller. Formulaciones más recientes que tienen en cuenta la presencia de impuestos pueden verse en Haley y Schall (1979, cap. 13).
- 15.- Véase Espítia, Salas y Yagüe (1986, a,b); Ballarín, Gual y Ricart (1988); Canals (1990).
- 16.- El Beneficio Contable suele expresarse como beneficio bruto, es decir, antes de descontar la dotación a amortizaciones del activo fijo, con lo cual el coste de uso estimado incluirá coste por depreciación y coste de oportunidad financiero. Véase Grabowsky y Mueller (1978).
- 17.- Las estadísticas disponibles indican que esas diferencias en tipos de interés reales entre países son significativas, destacando por ejemplo el tipo de interés real más bajo que se observa en Japón frente a otros países.
- 18.- En Francia las dotaciones parecen realizarse de tal forma que el beneficio económico es aproximadamente cero; el control estatal sobre la banca en este país puede explicar una práctica de este tipo dirigida a mostrar un beneficio contable normal.
- 19.- Véase Martin (1990, Cap. 1).
- 20.- El tipo de interés real a largo plazo no tiene en cuenta diferencias en el riesgo financiero de las empresas atribuibles a diferencias en la proporción de recursos propios sobre el total de activos. Las estimaciones de pérdida de bienestar estarán sobre-estimadas por no reconocer este componente del coste de los fondos propios, pero no es de esperar que esa sobre-estimación sea importante.

- 21.- Los gastos en I + D se extraen del Anuario sobre Actividades de I + D y los de valor añadido de la Encuesta Industrial, ambos publicados por el INE, y están referidos a 1986.
- 22.- Datos atribuidos a Walter Thompson por Alonso y Cruz Roche, Papeles de Economía Española, nº 39/40.
- 23.- Los ajustes realizados tienen en cuenta variaciones en precios absolutos y relativos, es decir, se trata en realidad de ajustes realizados a partir de la metodología general para el cálculo de la rentabilidad de la inversión descrita en el apartado tercero de este trabajo.
- 24.- La comparación de las cifras de rentabilidad dadas por Espitia y por Gutiérrez y Fernández solo puede hacerse a través de las variaciones entre sub-períodos, pero no en sus valores absolutos, debido a las diferencias en la definición de inversión total (Espitia utiliza Activo neto menos pasivo sin coste explícito). Para una discusión más completa de las diferencias entre ambas estimaciones véase Ayerbe (1988).

BIBLIOGRAFIA

- AYANIAN, R.: "Advertising and Rate of Return", *Journal of Law and Economics*, vol. 53, Octubre (1975).
- AYERBE, J.: *El Ahorro de Empresas*, Tesis Doctoral, Universidad de Barcelona (1988).
- BALLARIN, E.: *Estrategias Competitivas para la Banca*, Ariel (1986).
- BALLARIN, E.; GUAL, J. RICART, J. E.: *Rentabilidad y Competitividad en el Sector Bancario Español. Un estudio sobre la Distribución de Servicios Financieros en España*, FIES, (1988).
- BALLARIN, E., RICART, J.: "Rentabilidad y Competitividad en el Sector Bancario Español", en X. Vives y J. Gual ed., *Concentración Empresarial y Competitividad: España en la CEE* Ariel/Fedea, (1990).
- BANCO DE ESPAÑA: "Análisis Comparativo de la Rentabilidad del Sistema Bancario Español", *Boletín Económico*, Marzo, (1988).
- BENGOCHEA GOYA, J.: "Desafíos y Respuestas en la Banca Española", *Papeles de Economía Española*, 44 (1990).
- BOND, S., DEVEREUX, M.: "Economic Analysis and Company Accounts", *Investigaciones Económicas*, Enero, (1990).
- CANALS, J.: *Estrategias del Sector Bancario en Europa*, Ariel (1990).
- CUERVO GARCIA, A.: "Banca e Industrialización en el Período 1960-1988", en *Banca e Industrialización en España*, Banesto (1989).
- EDWARDS, J.; KAY, J. y MAYER, C.: *The Economic Analysis of Accounting Profitability*, Clarendon Press, (1987).
- ESPITIA, M.: *Aplicaciones Microeconómicas de la q de Tobin*, Tesis Doctoral, Universidad de Zaragoza (1985).
- ESPITIA, M.; SALAS, V. y YAGÜE, M^a J.: "Generación y Reparto de Beneficios en los Mercados Industriales Españoles", *Investigaciones Económicas* Suplemento (1986).
- ESPITIA, M.; SALAS, V. y YAGÜE, M^a J.: "Medidas de Resultados Empresariales: Relevancia para los Estudios de Poder de Mercado", *Investigaciones Económicas*, (1987).
- FISCHER, F. y MCGOWAN, J.: "On the Misuse of Accountig Rates of Return to Infer Monopoly Profits", *American Economic Review*, 73, (1983).
- GRABOWSKY, H. y MUELLER, C.: "Industrial Research and Development. Intangible Capital Stocks and Firm Profit Rates", *Bell Journal of Economics*, Otoño, (1978).
- HARCOURT, G.: "The Accountant in a Golden Age", *Oxford Economic Papers*, 17, (1965).
- JAUMANDREU, J. y MATO, G.: "Concentración Industrial en España: Medidas Determinantes y Efectos". *Economía Industrial*, Septiembre-Octubre. (1987).

- LINDENBERG, E., S. ROS: "Tobin's q Ratio and Industrial Organization", *Journal of Business*, 54, (1981).
- MAÑAS, A. L.: "El Sector Bancario ante el Mercado Unico", *Papeles de Economía Española*, 44 (1990).
- MAROTO ACIN, J.A.: "Evolución de la Rentabilidad y de sus Factores Explicativos (1982-1987)", *Papeles de Economía Española*, 39/40 (1989).
- MARTIN, S.: *Industrial Economics*, McMillan (1990).
- PRIOR JIMENEZ, D.: "La Medida de la Rentabilidad en Empresas Estacionarias", *Boletín de Estudios Económicos*, Agosto (1990).
- RODRIGUEZ ROMERO, L.: "Rentabilidad Económica y Crisis Industrial", *Papeles de Economía Española* 39/40 (1989).
- SALAS FUMAS, V.: *Beneficio Contable y Beneficio Económico: Propuestas Metodológicas de Aproximación*, FEDEA, (1990).
- SALAS, V y ESPITIA, M.: "Valoración Bursátil de la Empresa: Variable de Gestión a través del Ratio q" *Curso de Introducción a Bolsa*, Bolsa de Madrid e Instituto Español de Análisis de Inversiones (1987)
- SEGURA, J. y otros: *La Industria Española en la Crisis*, Alianza, (1989).
- YAGÜE, M^o J.: "Análisis Económico-Financiero de la Empresa Industrial Española, 1985-1986", *Economía Industrial*, nº 256, (1987).