



- ◆ Trabajo realizado por el equipo de la Biblioteca Digital de CEU-Universidad San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

Estructura de propiedad, profesionalización gerencial y resultados de la empresa *

VICENTE SALAS FUMÁS

1. Introducción

Parece fuera de toda duda que las empresas y los empresarios son puntos de referencia importantes para comprender los hechos económicos. La inflación, por ejemplo, es una variable permanente en los cuadros macroeconómicos. Sin embargo, cualquier análisis macroeconómico sobre el comportamiento del nivel general de precios será necesariamente parcial si no incluye una explicación sobre la fijación de los precios por parte de las empresas. El reconocimiento de la importancia de la microeconomía para la comprensión de los hechos económicos no se corresponde, paradójicamente, con el tratamiento que recibe habitualmente la empresa dentro de la economía. La empresa es necesaria para estudiar el funcionamiento de los mercados (en cuanto que éstos necesitan de oferentes y

* Trabajo realizado dentro del proyecto CICYT, PB, 38-0448.

demandantes siendo la empresa a la vez oferente de productos y demandante de recursos), pero raramente es objeto de estudio en sí misma. El modelo de empresa en los libros de texto es tan estilizado y elemental que se le asemeja a una «caja negra», recordando la absoluta opacidad a lo que ocurre dentro de sus límites, a los procesos que transforman recursos en bienes y servicios de mayor valor y utilidad. La razón de ser y naturaleza de la empresa apenas se discuten, si bien es cierto que en los últimos años existe una preocupación creciente por estas cuestiones.

La observación que acabamos de realizar se estima necesaria como advertencia previa al lector sobre lo que razonablemente debe esperar de un texto que pretende «descubrirle» la realidad de la empresa española durante el período de la transición y la democracia. Si la economía no ha desarrollado un modelo o teoría realista de la empresa, difícilmente será posible reflexionar comprensiva y rigurosamente sobre la economía de la empresa española, cualquiera que sea la época histórica que se analice. Menos aún dispondremos de la documentación empírica necesaria para esa reflexión, habida cuenta de que la inexistencia de una teoría lleva consigo la inexistencia de hipótesis a contrastar y, consecuentemente, la inexistencia de estudios empíricos dirigidos a contrastar esas hipótesis.

La Economía no es la única disciplina académica interesada en la empresa. La Administración de Negocios, el Derecho, la Ingeniería, la Sociología,... abordan en sus estudios respectivos, cuestiones relevantes para el conocimiento de la realidad empresarial, tales como la problemática de la gestión, la naturaleza jurídica, la tecnología de las operaciones y la dinámica interpersonal de los miembros. Todo ello constituye una fuente valiosa de información sobre la empresa, que es necesario recordar y advertir de su existencia. La extensa casuística presente en los estudios propios de estas materias, la inexistencia, igualmente, de un modelo comprensivo y el sesgo del autor de estas notas, explican que la posterior exposición no tome como punto de referencia todas las disciplinas citadas. Por el contrario, la reflexión de las páginas siguientes partirá de análisis sectoriales de la economía española y extrapolará las conclusiones a la «empresa representativa» que subyace detrás de los datos agregados. Naturalmente, la generalización de las conclusiones dependerá de la diversidad de las empresas en la población, en relación a la empresa de referencia, y una empresa en particular difícilmente se identificará con el promedio o la tendencia.

El panorama descrito anticipa una reflexión parcial, en cuanto a los aspectos objeto de la misma, y limitada, en cuanto a las posibilidades de documentación empírica, sobre la economía de la empresa española. Concretamente, en ella se abordan tres cuestiones que han ocupado la atención del autor en los últimos años: ¿Qué cambios se perciben en la estructura de propiedad de la empresa española? ¿Cabe hablar de revolución gerencial en la empresa española en el período de tiempo considerado? ¿Cuál ha sido el *performance* de la empresa española en ese mismo período?

Dentro de la primera pregunta, la atención se centrará en la evolución en el tiempo de la estructura financiera de las empresas, la cual es informativa de la

mayor o menor importancia de la financiación bancaria en la provisión de fondos para la inversión empresarial. Se valorarán también algunas implicaciones derivadas de una estructura de propiedad dominada por fondos propios frente a otra con predominio de fondos ajenos.

La segunda cuestión plantea el tema de la separación entre aquellos que detentan la propiedad de la empresa (accionistas) y aquellos que tienen delegada la capacidad de decisión (gerentes). La proliferación de enseñanzas formales sobre materias de gestión empresarial durante los últimos años hace suponer una notable profesionalización de los niveles administrativos de las empresas españolas. En este contexto parece oportuno preguntarse por el alcance de esa profesionalización sobre todo en los niveles más altos de la jerarquía.

Por último, el *performance* o resultados de la empresa española permite conocer los efectos de la crisis económica iniciada con la crisis de la energía, sobre el nivel de beneficios y sobre la actividad inversora. Se trata, principalmente, de aportar información documental elaborada con especial cuidado para eliminar las distorsiones que la ilusión monetaria, consecuencia de la elevada inflación, induce en las medidas contables de beneficios habituales en el diagnóstico económico y financiero de la empresa.

Las conclusiones resumen los puntos principales de los expuestos en el trabajo.

2. Evolución de la estructura de propiedad de la empresa

Poseer la propiedad de un activo, significa tener el poder para decidir qué derechos sobre el uso o disfrute del mismo se transfieren a otros, así como actuar discrecionalmente en relación a los derechos residuales, es decir, aquellos no transferidos. La empresa es un conjunto de recursos puestos en común para generar rentas. Los propietarios de estos recursos, establecen contratos mutuos a través del nexo contractual que constituye la empresa, destinados a proteger el valor de los recursos y determinar el reparto de las rentas. Los contratos son de naturaleza diversa, distinguiéndose principalmente entre contratos completos y contratos incompletos. En los primeros no existen derechos residuales por asignar y el contrato determina todas y cada una de las contrapartidas que se derivan de la relación. Los contratos incompletos determinan un marco general para la relación, pero, dentro de él, el beneficiario de los derechos residuales posee cierta discreción sobre el uso de los recursos puestos en común. Se llega a un concepto de «propietario» de la empresa, entendido como la persona o colectivo sobre el que recaen los derechos residuales. Para la mayor parte de las empresas de nuestro entorno, los derechos residuales recaen sobre los propietarios de los bienes de capital, que se convierten por esta razón en propietarios de la empresa. El beneficio es la renta que perciben los propietarios de la empresa, en compensación por los bienes de capital aportados a la misma y por el ejercicio de los derechos residuales.

La distribución de los derechos residuales entre los propietarios del capital no es uniforme; destacaremos aquí las diferencias entre los propietarios del capital a través de la condición de acreedores financieros y los propietarios del capital por su condición de accionistas. Atendiendo al pasivo del balance de la empresa, nos referimos a la distinción entre deuda y fondos propios. El pasivo de deuda recibe una remuneración contractual pactada ex-ante y que no depende de los resultados económicos de la empresa; sus propietarios tienen establecido también el plazo dentro del cual recuperarán los fondos que han proporcionado a la misma. Mientras se cumplan las condiciones establecidas en el contrato, los acreedores financieros no poseen derechos residuales que les permitan intervenir en la gestión de la empresa.

Alternativamente, los capitales propios reciben una remuneración residual y por tanto incierta desde un punto de vista ex-ante. La recuperación de la aportación financiera se pospone a la liquidación de la empresa. A cambio de todo ello, los accionistas, propietarios de estos fondos, son los depositarios de los derechos residuales, es decir, en ellos recae la capacidad de gestión sobre los recursos, respetando las restricciones impuestas por los contratos completos con los propietarios de otros recursos.

El reparto desigual de los derechos residuales entre las dos categorías de propietarios de capital no es irrelevante para el funcionamiento eficiente de la empresa, si se tiene en cuenta además que los depositarios de los derechos residuales sólo responden ante los restantes propietarios de recursos con la garantía que supone el valor económico de los bienes de capital (responsabilidad limitada). Así, por ejemplo, los propietarios de la deuda no participan del incremento en el valor económico de los recursos de la empresa, consecuencia de un aumento en los beneficios, porque la remuneración a la deuda es fija; sin embargo, si las pérdidas son importantes y la empresa entra en dificultades financieras, los propietarios de la deuda son partícipes de las consecuencias negativas de tales dificultades. Dicho de otro modo, la asimétrica asignación de derechos residuales entre los propietarios del capital junto con la responsabilidad limitada de los accionistas, puede llevar a éstos a un ejercicio de los derechos residuales que implique una pérdida del valor económico para la deuda. Los propietarios de esta deuda anticiparán tal eventualidad en el momento de contratar la operación financiera, y procurarán que el contrato imponga restricciones a la actuación de los accionistas que minimice dicha pérdida; límites al endeudamiento total de la empresa, garantías colaterales de activos específicos, presencia de acreedores financieros en los órganos que fiscalizan la gestión..., son ejemplos de estas restricciones. En la situación extrema donde la amenaza de una pérdida importante del valor económico de la deuda es manifiesta, la ley ampara a los acreedores financieros haciéndoles depositarios de los derechos residuales, sustrayéndoselos a los accionistas.

La exposición anterior sugiere un conflicto latente entre acreedores financieros y accionistas, en el ejercicio de sus derechos de propiedad sobre la empresa. La acertada resolución de ese conflicto es muy importante para la eficiente asig-

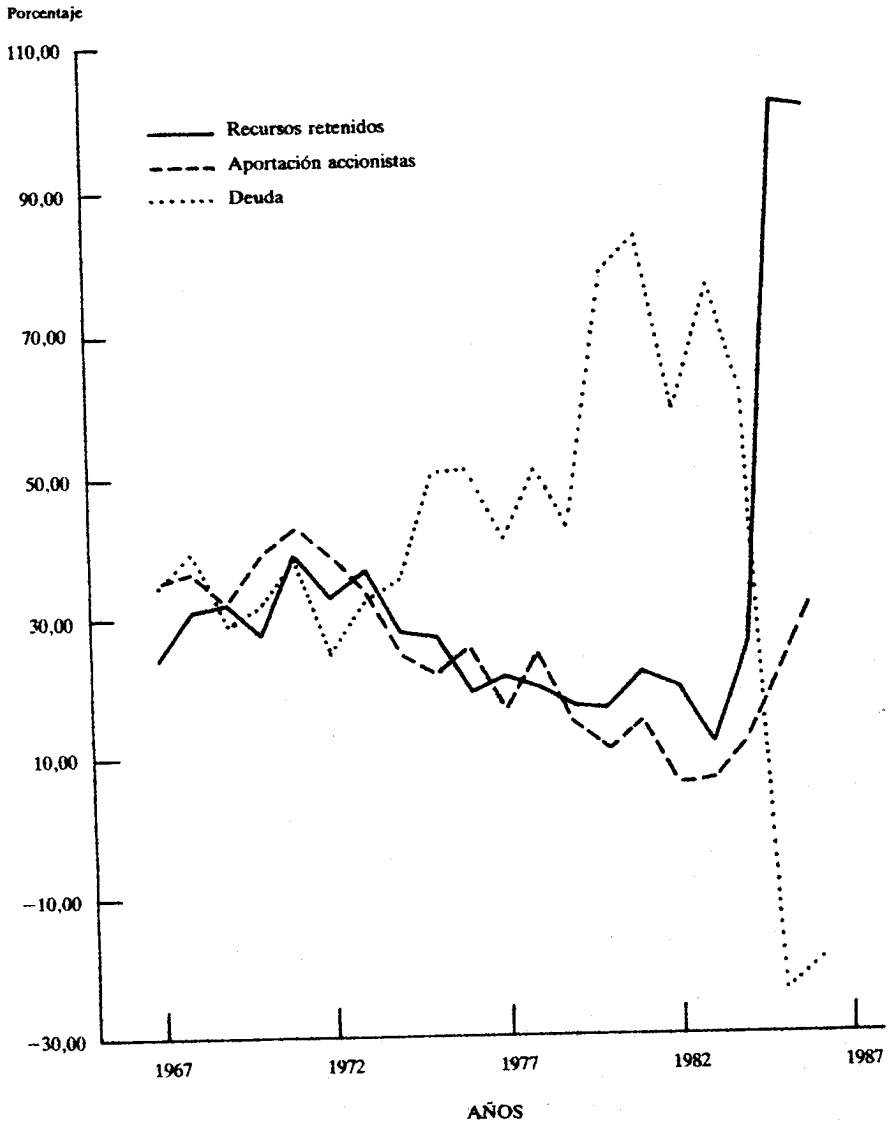
nación de los recursos y para asegurar la supervivencia de la empresa. La historia reciente de la empresa española ha tomado como uno de los puntos clave para explicar su conducta y resultados el conflicto apuntado. En los párrafos siguientes se aportarán evidencias que clarifiquen cómo ha evolucionado la estructura de propiedad de la empresa española a través de la evolución de su estructura financiera, así como se tratarán de explicar algunas de las posibles razones de esa evolución.

Una primera cuestión a considerar es cómo se ha financiado la inversión nueva de la empresa española durante los últimos años. La información básica para responder a la pregunta se presenta en el gráfico 1. Como puede comprobarse existen tres períodos claramente diferenciados, hasta 1974, desde 1975 a 1984 y a partir de 1985. En el primero la inversión física nueva se financia prácticamente a partes iguales entre recursos retenidos (beneficios no distribuidos y amortizaciones), aportaciones de los accionistas (ampliaciones de capital) y deuda (principalmente bancaria). Ello significa que por cada peseta de financiación adicional, un tercio correspondía a capital ajeno y dos tercios a fondos propios. La situación es muy diferente a partir de 1975 y durante los diez años siguientes; los recursos retenidos y las aportaciones de los accionistas siguen mostrando una evolución muy similar, pero su importancia relativa en la financiación de la nueva inversión disminuye paulatinamente. Lo contrario ocurre con el capital de deuda que llega a significar, en algunos años, hasta un 90 % de la nueva inversión. Por último, en los años 1985 y 1986 se produce un fuerte incremento de los recursos retenidos, que se utilizan para devolver parte de la deuda, así como una recuperación en la aportación de los accionistas.

Aparentemente, la evolución de la financiación de la nueva inversión revela cambios en la estructura de propiedad de la empresa española que pasaría a una mayor dependencia de la financiación ajena en relación a la financiación propia, principalmente durante el período central de la crisis económica. Esta observación resulta sorprendente cuando existe evidencia de unos elevados tipos de interés en la economía española durante el período considerado y cuando muchos analistas han detectado un nivel de rentabilidad de los activos productivos por debajo del coste de la deuda, situación que recomienda sustituir deuda por fondos propios como fuente de financiación. Sin embargo, existen explicaciones económicas razonables de las evidencias empíricas detectadas que pasamos a resumir.

- a) *Costes de los fondos propios y ajenos.* La mayor utilización de deuda frente a fondos propios para financiar la inversión nueva puede ser consecuencia de una reducción en el coste financiero de la misma. En el gráfico 2 se muestran las estimaciones de los costes financieros de la deuda y los fondos propios entre 1967 y 1986. Como medida del coste de la deuda se utiliza el rendimiento interno de las obligaciones privadas obtenido de las estadísticas publicadas por el Banco de España. Para calcular el coste de los fondos propios se utiliza el beneficio de la empresa después de gastos financieros e impuestos y el valor de mercado

GRÁFICO 1. Financiación de la inversión física en España, 1967-86



Fuente: Véase Orientación bibliográfica al final del trabajo.

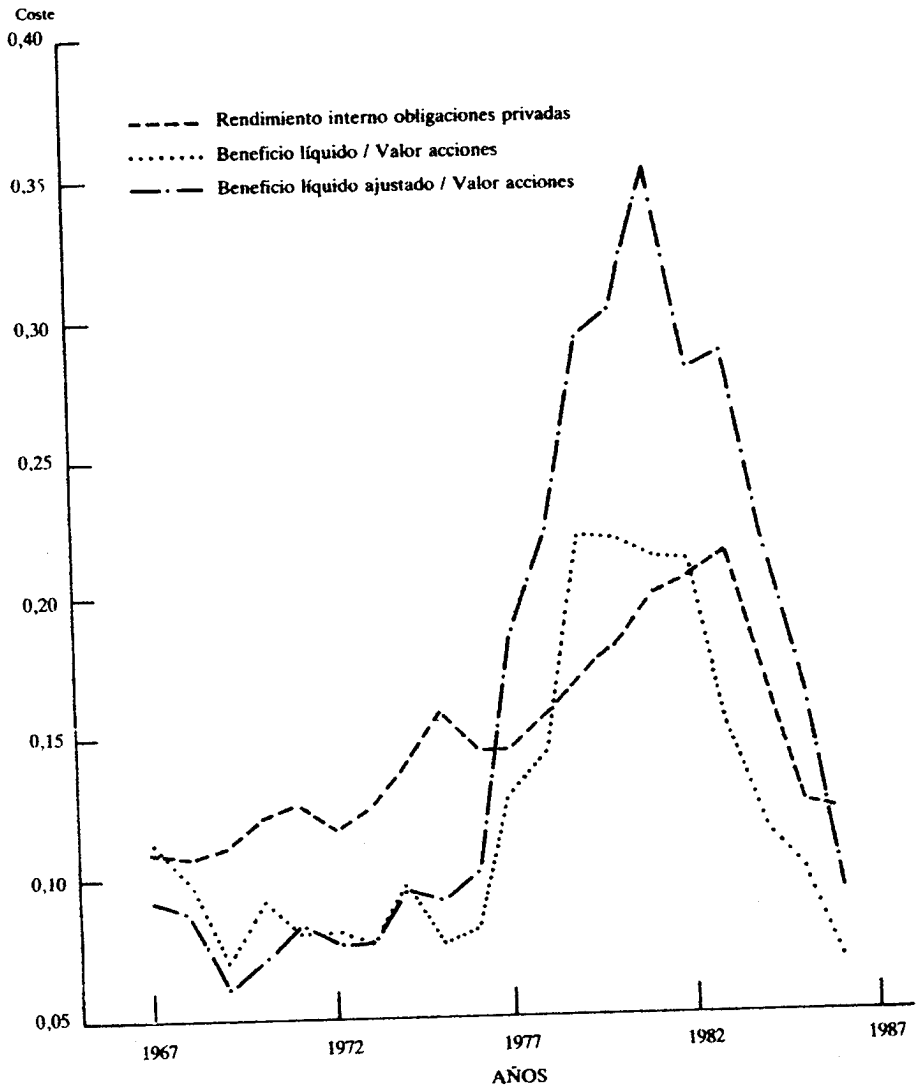
de las acciones (recíproco de la relación entre precio de la acción y beneficio por acción). Las dos medidas de coste de los fondos propios, recogidos en el gráfico, se distinguen en que una utiliza como medida de beneficio el beneficio contable publicado por las empresas en sus cuentas anuales. La otra, en cambio, utiliza el beneficio ajustado por inflación; el ajuste se realiza a partir de una estimación de los consumos de activos en el ejercicio económico a costes de reposición y de la imputación de los gastos financieros de la deuda a un tipo de interés real (nominal menos inflación); a efectos de cálculo se supone que este interés real es del 3,5 % durante todos los años.

Entre 1967 y 1974 las dos medidas de coste de los fondos propios apenas difieren; se trata de los años con moderada inflación. El coste de los fondos propios durante este subperíodo es, en promedio, de un 8,0 %. El coste de la deuda mantiene una tendencia ligeramente creciente durante estos años; su valor nominal medio es aproximadamente del 12 %, pero el coste real, no recogido en el gráfico 2, fue sólo del 4 %; ello sugiere que el coste de los fondos propios lleva implícita una prima por riesgo adicional de 4 puntos porcentuales. Estamos en el período de proporciones estables en la utilización de deuda y fondos propios para financiar la nueva inversión.

A partir de 1975 las discrepancias entre beneficios contables y ajustados se hacen muy grandes y se mantienen así hasta 1984. El beneficio ajustado es mayor que el contable y el coste de los fondos propios calculado a partir del primero es sensiblemente mayor que el obtenido con los beneficios contables. Los costes financieros nominales continúan creciendo hasta 1984, pero los costes reales, debido a las tasas de inflación tan elevadas de la economía española durante estos años, siguen un comportamiento muy distinto: entre 1975 y 1978, el coste real de la deuda fue negativo (valor promedio de -3,5 %), mientras que entre 1980 y 1984, cuando se modera la inflación, el coste real de la deuda fue en promedio del 5,4 %. Aunque puede haber discrepancias en la preferencia por una medida de coste de los fondos propios u otra (nosotros nos inclinamos por la que utiliza los beneficios ajustados por inflación), cuando se comparan correctamente los costes financieros *reales* de los fondos propios y ajenos se comprueba que, entre 1975 y 1984, los costes de los primeros fueron muy superiores a los de los segundos y, por lo tanto, encontramos una posible explicación al predominio de la deuda sobre los fondos propios en la financiación de la nueva inversión.

Durante los años 1985 y 1986 los costes financieros vuelven a unos niveles mucho más parecidos a los que existían antes de la crisis de mediados de los setenta. El coste real de la deuda es, en promedio, de 5,5 % y el coste de los fondos propios se sitúa en torno al 9 %. Cabe esperar que las empresas utilicen parte de los flujos de fondos generados, aumentados por unos buenos resultados económicos, para reajustar su

GRÁFICO 2. Costes financieros de fondos propios y ajenos



Fuente: Véase Orientación bibliográfica al final del trabajo.

estructura financiera global ante los nuevos costes financieros relativos, como efectivamente ocurre con la cancelación de deuda que se observa en los años 1985 y 1986 (gráfico 1).

b) *Mantenimiento del endeudamiento real.* El predominio de la deuda en la financiación de la nueva inversión durante buena parte del período entre 1975 y 1984 hace suponer que la empresa española habrá incrementado notablemente su relación de endeudamiento (relación entre total de deuda en el pasivo del balance y total de fondos propios); este hecho amenaza la supervivencia de la empresa debido a la mayor probabilidad de quiebra que va asociada a un mayor endeudamiento, para una variabilidad dada de los resultados económicos, y ha reclamado mucha atención entre los analistas empresariales.

Las cifras que ilustran la evolución del endeudamiento para el período de tiempo estudiado se muestran en el cuadro 1. Se distingue entre empresas que cotizan en Bolsa, que constituyen la base de datos principal de nuestro análisis, y empresas en la Central de Balances del Banco de España. Dentro de las empresas bursátiles la información se desagrega por criterios de valoración de los activos y por subperíodos de tiempo. La conclusión sobre la evolución del nivel de endeudamiento de las empresas españolas es muy diferente según cual sea el criterio de valoración de los activos productivos a partir del cual se calcula el valor de los fondos propios, (por diferencia entre el valor del activo y el valor de la deuda). Valores contables y valores de mercado, especialmente estos últimos, indican un importante aumento en la relación entre deuda y fondos propios en el período entre 1975 y 1984: la deuda supera claramente a los fondos propios en la financiación de los activos empresariales; téngase en cuenta que el valor de mercado de los activos se obtiene

CUADRO 1. Estructura financiera de las empresas

<i>Empresas bursátiles</i>	<i>Deuda/Fondos propios</i>		
	<i>Valores contables</i>	<i>Valores ajustados</i>	<i>Valores mercado</i>
Promedios 1967-1974	0,65	0,70	0,67
Promedios 1975-1979	0,75	0,64	2,00
Promedios 1980-1984	1,15	0,62	2,60
Promedios 1985-1986	0,95	0,60	1,45
<i>Central de Balances</i>			
Promedio 1982-1986	1,00	—	—

Fuente: Véase Orientación bibliográfica al final del trabajo.

de la suma del valor de mercado de las acciones (valor de cotización en bolsa) y del valor de mercado de la deuda (estimaciones propias), por lo cual en la columna valores de mercado se refleja la depresión del mercado de la Bolsa española entre 1975 y 1984.

Los datos de la columna «valores ajustados» no permiten afirmar que el endeudamiento de la empresa española haya aumentado en el período considerado. Los valores ajustados del activo de la empresa corresponden a valores calculados teniendo en cuenta estimaciones de su precio de reposición, en las que intervienen la evolución del índice de precios de activos nuevos y un factor de depreciación por progreso técnico incorporado. Se trata de un valor que aproxima el valor histórico de los activos a su precio corriente y consiguientemente homogeneiza el precio de activos comprados en diferentes momentos del tiempo. Cuando se realiza esta homogeneización el endeudamiento real apenas varía en el período estudiado, es decir la empresa financia sus activos con un tercio de fondos ajenos y dos tercios de fondos propios, aproximadamente.

La discrepancia de resultados sobre el endeudamiento de la empresa española según la forma de valorar los activos, dificulta una conclusión final sobre el tema. Desde un punto de vista económico la medición más correcta es la que se obtiene a partir de valores de mercado y de acuerdo con ellos la empresa española ha alcanzado durante el período estudiado unas cuotas de endeudamiento peligrosas para su supervivencia. Sin embargo, es preciso recordar que existen evidencias de que el mercado ha infravalorado el potencial de beneficios de la empresa española durante la crisis (en el apartado 4 volveremos sobre este punto), sobre todo en lo que se refiere al valor en Bolsa de las acciones, con lo cual los datos de la columna valores de mercado estarían sobredimensionados en relación a los que se obtendría de la valoración teórica de las acciones de la empresa.

c) *Apalancamiento financiero*. Uno de los argumentos más frecuentes en el diagnóstico de la situación económico-financiera de la empresa española durante los años de la crisis ha sido la siguiente: la rentabilidad de los activos ha estado por debajo del coste de la deuda; por lo tanto la utilización de deuda para financiar los activos ha tenido un efecto reductor en la rentabilidad de los fondos propios porque parte de los beneficios generados por los activos y que podrían ir a remunerar a dichos fondos, se han tenido que utilizar para pagar los altos costes de la deuda. Consecuentemente, los propietarios de los fondos propios, accionistas, desisten en su actividad inversora.

El cuadro 2 muestra algunas cifras utilizadas para justificar este argumento. En el período 1967-1974 la rentabilidad económica de la empresa, beneficio antes de gastos financieros e impuestos dividido por activo total, fue del 12,4 %, mientras que el coste medio de la deuda, nominal, era sólo del 7,3 %, es decir, en este subperíodo la empresa

obtiene con sus inversiones una rentabilidad superior al coste de la deuda con que las financia, pasando la diferencia a incrementar la rentabilidad de los fondos propios. A partir de 1975 la rentabilidad de la inversión es inferior al coste medio de la deuda y se produce el efecto reductor sobre la rentabilidad de los accionistas a que se hacía referencia en el párrafo anterior.

El análisis se ha realizado hasta ahora a partir de la rentabilidad económica contable y el coste medio de la deuda, igualmente calculado a partir de las cifras extraídas de los documentos contables de las empresas; se ha hecho así para reproducir el argumento de la mayoría de los analistas empresariales porque dicho argumento ha utilizado datos similares. Sin embargo, el análisis más apropiado es el que se realiza utilizando la rentabilidad económica ajustada por los efectos de la inflación y el coste marginal real de la deuda. La rentabilidad ajustada es inferior a la contable porque el beneficio se calcula imputando los activos consumidos a precios de reposición y porque el activo, denominador, se calcula a estos mismos precios; la rentabilidad ajustada muestra de forma más clara el efecto de la crisis sobre los beneficios de las empresas y la recuperación que se afianza en 1985 y 1986. El coste marginal real de la deuda es el coste financiero de una peseta adicional de deuda menos la inflación anticipada. Las conclusiones ahora son muy diferentes, la rentabilidad económica ajustada, aunque inferior a la contable, es siempre superior al coste marginal real de la deuda y por lo tanto la comparación entre ambas no debe afectar negativamente la decisión de inversión y/o financiación de las empresas.

CUADRO 2. Rentabilidad y coste de la deuda

<i>Subperiodos</i>	<i>Rentabilidad económica</i>		<i>Coste de la Deuda</i>	
	<i>Contable</i>	<i>Ajustada</i>	<i>Coste Medio Nominal</i>	<i>Coste Marginal Real</i>
1967-1974	0,124	0,093	0,073	0,040
1975-1979	0,101	0,069	0,120	-0,035
1980-1984	0,100	0,078	0,166	0,054
1985-1986	0,118	0,106	0,135	0,055

Fuente: Véase Orientación bibliográfica al final del trabajo.

3. ¿Revolución gerencial en la empresa española?

La observación casual de las ofertas de empleo que aparecen en la prensa española revela la creciente demanda de personal técnico y administrativo con responsabilidades de gestión. Con frecuencia aparecen también noticias sobre la instalación en nuestro país de consultores internacionales especializados en el mercado personalizado de directivos de alto nivel. Paralelamente a este aumento de la demanda se ha producido una explosión de la oferta de cursos y programas dirigidos a proporcionar una enseñanza formal y sistemática en las materias de gestión empresarial. Todo ello unido a los miles de estudiantes que eligen las titulaciones relacionadas con la gestión de empresas en las universidades españolas. Cualquier reflexión sobre la empresa española en la transición y la democracia debe dar cuenta de este fenómeno.

En el contexto de la gestión, «educación» generalmente se refiere a las enseñanzas formales dadas y recibidas fuera de la empresa y respaldadas por un título, diploma o certificado; «formación», en cambio, hace referencia a los conocimientos y cualificaciones que se dan y se reciben de forma estructurada dentro de la empresa con el propósito de mejorar el rendimiento de las personas en sus respectivos puestos de trabajo. Los programas educativos incluyen a veces prácticas en empresas, pero con el propósito de mejorar conocimientos generales y no específicos de esas empresas. La formación busca potenciar conocimientos específicos valiosos para la empresa que la proporciona y de aplicación inmediata. Aparentemente, el modelo japonés se aleja de estos principios generales, dado que algunas grandes empresas incluyen en su formación temarios dirigidos a lograr un desarrollo general de las personas.

Es razonable suponer que en España, hasta muy recientemente, se ha proporcionado una menor preparación profesional a los gerentes a lo largo de su carrera que en otros países. La «formación» es más valiosa para las grandes empresas, que encuentran ventajoso establecer cursos y programas propios. Además, su organización interna es suficientemente grande y diversa como para ofrecer una carrera de promoción en los escalones jerárquicos, fácilmente identificable. El predominio en nuestro país de la empresa familiar o controlada por parientes próximos probablemente tiene que ver con esa menor formación. Las empresas tienden a ser más pequeñas que en Estados Unidos o Alemania y es previsible que se diera por supuesto que los hijos y los nietos de los propietarios fundadores sabían mucho más sobre los aspectos generales y particulares del negocio que los que entraban de fuera.

En lo que se refiere a «educación» debe tenerse en cuenta que en España no han existido centros de enseñanza superior como las prestigiosas «écoles» francesas, donde las empresas encuentran una amplia oferta de personas graduadas entre las que cubrir los puestos de gestión. Algunas universidades y centros privados, Deusto, IESE, ESADE,... trataron de cubrir esta laguna desde los años cincuenta y sesenta, pero su influencia hasta hace poco fue regional y en muchos casos servían como centro de educación formal para los hijos y nietos de empre-

sarios, especialmente de los que pertenecían a familias con negocios cuyos contactos con el exterior les permitían conocer lo que estaba ocurriendo en otros países.

La educación gerencial se desarrolla en España como consecuencia de las mayores exigencias para la supervivencia de las empresas que se derivan de una mayor liberalización de la economía y, en última instancia, de una mayor competencia. La administración de la empresa se hace más compleja a medida que se aumenta el tamaño, el alcance geográfico de los mercados, la diversificación de los productos. La complejidad lleva a la especialización de las funciones directivas (gerenciales, comerciales, financieras, contables, productivas) y esta especialización a la estandarización de conocimientos. Ninguna empresa puede invertir rentablemente en la formación de especialistas que adquieren conocimientos valiosos para otras empresas, porque no podrá evitar que esos especialistas, una vez formados, vayan a trabajar para otras empresas que les ofrecen contratos más ventajosos porque no han tenido que financiar esa inversión. Desde el punto de vista de la racionalidad económica, la formación general debe financiarla la persona que la adquiere porque es ella quien la rentabiliza. Pero ahora ya no es formación, sino educación.

En España, la transición y la democracia significan la consolidación de la liberalización económica y la apertura a la competencia de muchos mercados. Las empresas extranjeras responden a las oportunidades de beneficio que ofrece la economía española y toman posiciones ante la previsible integración de la economía española en la economía europea. Estas empresas necesitan cuadros directivos y las empresas españolas también, en cuanto que necesitan incorporar sistemas de gestión más sofisticados para mantener la competitividad en las nuevas condiciones. No debe extrañar, por tanto, que en el período que nos ocupa, sobre todo en la última parte, se desencadene el ciclo de complejidad-especialización-estandarización-educación en la gestión de la empresa, a que antes aludíamos. La tardía aparición de este ciclo en nuestro país, comparativamente con otros, hace suponer que la demanda de profesionales de la gestión continuará boyante durante bastante tiempo en el futuro.

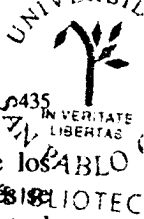
Una mayor competencia significa también una mayor incertidumbre y por lo tanto un mayor riesgo empresarial. Si a la vez la empresa aumenta en tamaño y por tanto en volumen de inversión, asumir el nivel de riesgo que todo ello implica sólo será posible si ese riesgo se reparte entre un número grande de socios propietarios. Muchos de estos socios no estarán interesados en la gestión de la empresa y la contemplarán sólo como una oportunidad de inversión; otros, no tendrán las cualificaciones adecuadas; por último, será difícil lograr un consenso en estrategias y políticas de la empresa entre todos los propietarios. La solución radica en muchos casos en delegar la tarea de la dirección general de la empresa en un profesional de la gestión que puede no ser siquiera un socio significativo de la misma. Surge así la separación entre los propietarios de la empresa, a través de la propiedad de su capital, y los gerentes profesionales que controlan y deciden sobre los recursos de la misma.

El alcance e implicaciones de la separación entre propietarios de la empresa y responsables de la gestión ha sido uno de los temas estrella de investigación en la Economía de la Empresa desde que Berte y Means publicaran sus investigaciones sobre la economía de los Estados Unidos, en los años treinta. El tema ha llegado a la literatura popular a través de las obras de K. Galbraith y sus constantes referencias a la «tecnoestructura» o cuadros de alta dirección de las grandes empresas americanas. De acuerdo con esta literatura, los gerentes profesionales tienen objetivos e intereses particulares orientados al crecimiento de la empresa como fuente de estatus y poder. Estos objetivos entran en conflicto con los intereses de los accionistas que desean una gestión de los recursos de la empresa dirigida a maximizar el valor económico de los mismos. Los gerentes tienen discrecionalidad en imponer sus objetivos frente a los de los accionistas porque cada accionista individualmente posee una parte insignificante del capital y por lo tanto tiene muy poco que ganar utilizando los mecanismos de control de gestión que la ley le proporciona. Al mismo tiempo si algún accionista o grupo ejerce ese control y consigue que la gestión se oriente más a la maximización de los beneficios, con el consiguiente aumento en el valor de mercado de la empresa, la revalorización de las acciones favorece a todos los accionistas hayan o no intervenido en la operación de control; por lo tanto cada accionista esperará que sean otros los que incurran en los costes de ejercer el control, lo cual llevará en última instancia a que los gerentes actúen con un amplio margen de autonomía y discreción.

La discrecionalidad directiva ha sido relacionada por los estudiosos del tema con el fenómeno de la gran empresa; con las operaciones de diversificación y la aparición del conglomerado de negocios (empresa con múltiples actividades que no tienen ninguna relación tecnológica o comercial entre sí); con la forma utilizada por esas grandes empresas para financiar su crecimiento, a través de beneficios retenidos, evitando acudir al mercado de capitales externo donde los inversores no estarán dispuestos a participar en operaciones de expansión de dudosa rentabilidad; con las olas de fusiones y adquisiciones que periódicamente se repiten, especialmente las que en los años recientes han tenido lugar a través de arriesgadas operaciones de endeudamiento (*leverage buy outs, management buy outs*).

El modelo gerencial de empresa ha predominado sobre todo en Estados Unidos y en el Reino Unido. Como modelos alternativos se mencionan los modelos alemán y japonés, donde la gestión de la empresa ha estado controlada a través de los bancos, directamente o indirectamente por medio de sus grupos industriales. El importante volumen de inversión comprometido por estas instituciones en las diferentes empresas les obliga a una estrecha supervisión de la actuación de los gerentes y a un riguroso control de los riesgos asumidos. El éxito económico de Alemania y Japón respalda la validez de un modelo de control del capital más concentrado que el predominante en los países anglosajones.

Este epígrafe del trabajo se abre con un interrogante sobre la «revolución» gerencial en la empresa española y en una primera parte de la exposición se hizo



referencia a unas señales que pueden inducir a pensar que efectivamente los cuadros directivos están asumiendo el control del capital en España. Después se ha dado perspectiva a la relevancia de la separación entre propiedad y control en la empresa moderna. No tenemos conocimiento de estudios dirigidos a responder la pregunta planteada por lo que la respuesta que daremos a la misma es el resultado de la interpretación subjetiva de algunas informaciones aisladas. En nuestra opinión el modelo gerencial anglosajón no es una descripción acertada de la realidad de la empresa societaria española y por lo tanto no creemos que pueda hablarse de revolución gerencial en la empresa española durante el período de la transición y la democracia. Esta opinión se sustenta en lo expuesto en el apartado anterior sobre la estructura de propiedad de la empresa española, en especial la referencia a la escasa relevancia del «capitalismo popular», el mantenimiento de una estructura financiera prácticamente invariable durante todo el período y la escasa importancia de los fondos propios en la financiación de la nueva inversión. Para complementarla añadiremos una referencia a la estructura de remuneración de los gerentes españoles, frente a la de los gerentes de las empresas en Estados Unidos.

Una forma de contrarrestar las ineficiencias de la supervisión de los gerentes por parte de los accionistas, y acercar los objetivos de los primeros a los intereses de los segundos, es a través del diseño de sistemas de remuneración de los gerentes basados en los resultados económicos, beneficios de la empresa. Si la compensación de los gerentes está condicionada a los beneficios de la empresa, desviarse del objeto de maximizar el beneficio supone un coste de oportunidad para el gerente que tendrá que sopesar con la utilidad que le reporta un mayor crecimiento. La supervisión próxima y la compensación basada en resultados (frente a una compensación en forma de salario fijo), aparecen como mecanismos sustitutivos para lograr la convergencia entre objetivos gerenciales e intereses de los propietarios de la empresa. Observando la importancia de la remuneración basada en resultados sobre la remuneración total de los gerentes españoles y comparándola con la importancia de esa misma remuneración para los gerentes de las empresas americanas, se podrá calibrar el grado de discrecionalidad con que actúan los responsables de la gestión de los dos países.

El cuadro 3 aporta información sobre las características de la estructura de remuneración de los directivos profesionales en Estados Unidos y en España. Se advierte, en primer lugar, que las diferencias relativas en la compensación total entre niveles salariales dentro de la jerarquía interna de la empresa es bastante similar en los dos países: a medida que se asciende de nivel de remuneración, lo cual significa en general que se asciende de nivel jerárquico, la diferencia relativa de compensación con respecto al nivel inferior se hace también mayor. Sin embargo, cuando se compara la proporción que significa la remuneración basada en los resultados sobre el salario base, las diferencias entre los dos países son muy sustanciales; esa proporción es en España menos de un cuarto del valor que aparece en la columna de Estados Unidos. Asumiendo que el diseño del sistema de incentivos es el correcto en ambos países, la evidencia, claramente parcial y

CUADRO 3. Estructura de remuneración de gerentes en España y Estados Unidos

Nivel salarial	Índice Relativo al Nivel más Alto		Porcentaje de Remuneración Basada en Resultados sobre Salario Base	
	España	EE UU	España	EE UU
Más alto	1,00	1,00	11,1	50,0
Segundo	0,69	0,68	10,4	46,0
Tercero	0,52	0,54	7,5	41,0
Cuarto	0,41	0,48	5,3	38,0

Fuente: Datos españoles: ICSA, *Remuneración: Cargos Ejecutivos y Personal Cualificado* (1988). Datos de Estados Unidos: Conference Board, *Top Executive Compensation: 1987 Edition*.

tentativa, sugiere que la supervisión directa juega un papel todavía muy importante en España para el control de la actuación de los gerentes profesionales. Por lo tanto cabe esperar que esos gerentes sean ejecutores de las políticas y estrategias diseñadas por otros, o al menos conjuntamente, más que propulsores de iniciativas propias. Esto nos lleva a inferir que no existen evidencias de que los gerentes hayan tomado el control del capital en España, al menos durante el período contemplado, y que las señales de la expansión de la oferta y la demanda de profesionales de la gestión que se ha testimoniado en los últimos años alcanza sólo a una mejor educación y tecnificación de esos profesionales.

4. Resultados empresariales

El período entre 1973 y 1986 coincide en una parte importante con la crisis económica que desencadena la crisis energética de mediados de los setenta. Como rasgo característico de la empresa española en el período estudiado interesa conocer ahora cuál ha sido el impacto de la crisis en la empresa, en especial en la evolución de sus beneficios. También se analizará el impacto de la pérdida de rentabilidad en variables de interés macroeconómico, como la tasa de inversión.

El beneficio es la medida habitual de resultados o *performance* de la empresa, especialmente cuando se analiza desde la perspectiva de sus propietarios. Por otra parte, como el beneficio, corriente y esperado, influye en decisiones con consecuencias de interés social como la inversión y el empleo, el análisis de su evolución es igualmente relevante cuando se evalúa la empresa y su comportamiento desde la perspectiva de los objetivos y fines sociales. El concepto de beneficio no está exento de ambigüedad en su definición y/o medición. El beneficio generalmente utilizado en los análisis económicos y financieros de la empresa es el

beneficio contable, expresado en términos absolutos o relativos a las ventas y a los activos (rentabilidad); la principal limitación del beneficio contable es que en su cálculo no siempre se utilizan verdaderos costes de oportunidad de los recursos productivos, como exige el concepto de beneficio económico. Esta circunstancia produce distorsiones importantes en la medición del beneficio económico de la empresa en cuanto que, a) se ignora totalmente el coste de oportunidad de los fondos propios (el beneficio es una renta residual del accionista, pero no se compara esta renta con la que el accionista espera recibir); y b) los recursos se valoran a precios históricos cuando el criterio de valoración económica es el de costes de reposición; este aspecto puede dar lugar a discrepancias y errores de apreciación importantes sobre todo en períodos de inflación elevada, como los que ha padecido la economía española durante los años en que centramos nuestra atención.

La evolución de los beneficios de la empresa se analizará en este trabajo a partir del ratio Q de Tobin, definido como el cociente entre el valor de mercado de los activos de la empresa y el valor de los activos a precios de reposición. A efectos de cálculo, el valor de mercado de los activos se obtiene como la suma de valor en los mercados bursátiles y financieros de los títulos (deuda y acciones) que están respaldados por esos activos; el valor de reposición de los activos parte de su valor contable y lo ajusta teniendo en cuenta la evolución de los precios de los bienes de capital y una estimación exógena del progreso técnico incorporado. Se demuestra que el ratio Q está relacionado con otras medidas de resultados empresariales a través de la expresión,

$$Q = \frac{R-g}{\alpha-g}$$

donde R es la rentabilidad de la empresa, beneficio antes de gastos financieros menos impuestos dividido por el activo; g es la tasa de crecimiento esperado en los beneficios futuros; α es el coste de oportunidad financiera del capital, igual al tipo de interés sin riesgo más una prima por el riesgo diferencial que soporta la inversión que se evalúa.

Como indica la expresión anterior, el ratio Q depende de la rentabilidad corriente, de las expectativas de beneficio futuro y del coste de oportunidad de la inversión, incluido en él el premio por el riesgo de esa inversión. Se trata de una medida compleja de beneficios empresariales que atenúa los problemas de medición atribuidos a los beneficios contables y que incorpora expectativas además de resultados corrientes, frente a la simple comparación entre rentabilidad, R , y coste, α , que sugiere el beneficio económico. Además, el ratio Q se ha relacionado teóricamente con la inversión por lo cual a partir de él es posible explicar la evolución de la inversión de la empresa española.

Ratio Q de las empresas españolas. El cálculo del ratio Q requiere conocer el valor que los mercados financieros atribuyen a los títulos de deuda y acciones; por lo tanto sólo será posible estimarlo para empresas que cotizan en esos mer-

cados, las cuales son un número muy pequeño en nuestro país. El análisis de los resultados de la empresa española será necesariamente limitado por las restricciones de la reducida muestra de empresas, setenta, en que se basa. En contrapartida, tiene la ventaja de cubrir un período más largo y basarse en una medida de resultados más informativa, que si se utilizaran bases de datos más extensas como la Central de Balances (iniciada en 1982 y limitada a datos contables).

Como punto de partida para evaluar los resultados de la empresa española tomaremos el cuadro 4, donde se muestra el ratio Q y la inversión, obtenidos agregando los cálculos de las setenta empresas no financieras que componen la

CUADRO 4. Tasa de inversión en activo fijo y existencias expresada en valores relativos sobre el stock de estos activos al principio del período y Ratio Q de Tobin

Año	Todas las Empresas		Empresas Privadas no Eléctricas		Empresas Eléctrs. y Públicas	
	Inversión	Ratio Q	Inversión	Ratio Q	Inversión	Ratio Q
1965	0,252	1,38	0,220	1,11	0,270	1,39
1966	0,205	1,32	0,137	1,06	0,237	1,41
1967	0,254	1,15	0,197	0,98	0,285	1,20
1968	0,204	1,17	0,125	1,06	0,244	1,20
1969	0,212	1,42	0,145	1,59	0,243	1,33
1970	0,176	1,32	0,259	1,11	0,143	1,35
1971	0,144	1,45	0,100	1,13	0,164	1,57
1972	0,174	1,73	0,154	1,33	0,182	1,88
1973	0,152	1,48	0,130	1,28	0,162	1,57
1974	0,195	1,20	0,146	1,12	0,214	1,24
1975	0,160	1,08	0,195	1,19	0,145	1,03
1976	0,221	0,73	0,191	0,89	0,238	0,66
1977	0,150	0,54	0,111	0,62	0,166	0,51
1978	0,104	0,47	0,032	0,61	0,135	0,42
1979	0,117	0,51	0,095	0,67	0,124	0,45
1980	0,120	0,49	0,055	0,62	0,144	0,44
1981	0,082	0,53	0,031	0,63	0,099	0,49
1982	0,114	0,52	0,021	0,66	0,145	0,47
1983	0,175	0,51	0,092	0,67	0,200	0,45
1984	0,087	0,57	0,010	0,68	0,111	0,52
Promedio						
1965-1984	0,165	0,98	0,122	0,95	0,182	0,98
1965-1974	0,196	1,36	0,163	1,18	0,214	1,41
1975-1984	0,132	0,60	0,083	0,72	0,151	0,54

Fuente: M. ESPITIA, E. HUERTA, G. LECHA y V. SALAS, «La Eficacia de los Estímulos Fiscales a la Inversión en España», *Moneda y Crédito* (2.ª Época), núm. 188 (1989).

muestra. En principio, se centrará la atención en el comportamiento del ratio Q ; y seguidamente se analizará el comportamiento de la inversión.

Atendiendo a los datos disponibles no cabe duda de que la crisis económica ha tenido un fuerte impacto negativo en los beneficios de la empresa española: el ratio Q en la década 1975-1984 es, en promedio, menos de la mitad del valor del mismo ratio en la década precedente. El descenso es más marcado entre las empresas eléctricas y de propiedad pública que entre las empresas privadas. La pregunta que se plantea a continuación es acerca de las posibles causas del descenso. Para analizar la respuesta se usará la ecuación que determina Q en función de la rentabilidad, el crecimiento y el coste de oportunidad financiera; aceptando como hipótesis simplificadora que el crecimiento, expectativas, en los beneficios futuros está directamente relacionado con la rentabilidad, limitaremos el análisis a la influencia sobre Q de R y α .

Veámos en el apartado previo que la crisis económica significó un descenso en la rentabilidad económica, que en el subperíodo 1975-1984 disminuye en torno a un 20 % frente al valor medio del subperíodo precedente (cuadro 2). La disminución en la rentabilidad R se traduce directamente en una disminución en el valor del ratio Q , según se desprende de la fórmula que relaciona las dos variables. Sin embargo el descenso en el ratio Q promedio es, para todas las empresas, de un 56 %; luego el descenso en la rentabilidad no es suficiente para explicar la caída en el ratio Q .

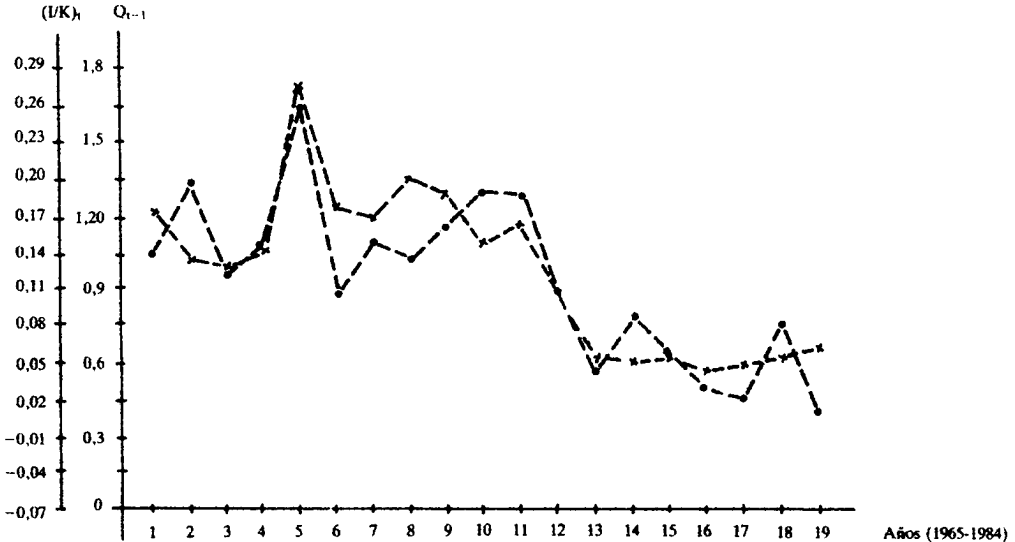
La otra variable determinante es el coste de oportunidad α . Como se ha indicado, este coste es igual al tipo de interés real correspondiente a una inversión sin riesgo más una prima por el riesgo no diversificable de una cartera de títulos con las setenta empresas de la muestra. Un aumento en el tipo de interés real y/o en la prima por riesgo también repercuten negativamente en el ratio Q , para una rentabilidad dada. Información precedente (cuadro 2), señalaba que el tipo de interés real sólo se incrementa en una parte del período estudiado, mientras que en el resto, cuando se produce la caída más fuerte en el ratio Q , este tipo de interés fue incluso negativo; luego esta variable tampoco explica suficientemente la evolución del ratio. Resta por último la referencia a la compensación por riesgo. Parece lógico esperar que la crisis económica crea incertidumbres adicionales y que los inversores pedirán por ello una rentabilidad esperada adicional que repercutirá negativamente en el valor económico de los activos productivos, incluso manteniendo su rentabilidad real. La evolución de la prima por riesgo es difícil de estimar, pero suponiendo que el tipo de interés real no afecta las variaciones en el ratio Q , su incremento debería ser extraordinariamente alto para explicar la variación en Q que no explica el descenso en la rentabilidad.

Hasta ahora la explicación sobre el comportamiento del ratio Q se ha realizado a partir de un modelo teórico de valoración de las rentas de los activos. Cabe también la posibilidad, apuntada por algunos autores, de que este modelo teórico haya sido erróneamente utilizado por los analistas financieros. Decíamos en el apartado anterior que estos analistas han comparado la rentabilidad real de la inversión con el tipo de interés nominal en lugar de utilizar el tipo real (no-

minal menos inflación) que es el teóricamente correcto. De haberse mantenido este error en la valoración de los activos productivos, el coste de oportunidad α que interviene en la determinación de Q habría incorporado el tipo de interés nominal en lugar del tipo real, el cual ha mantenido una tendencia claramente alcista en el período de tiempo considerado, tal como puso de manifiesto el gráfico 2. Dicho de otro modo, la ilusión monetaria que significa basar los análisis y las valoraciones en tipos de interés nominales frente a tipos reales, habrá causado una infravaloración de los activos productivos de las empresas españolas, frente al valor teóricamente correcto.

Ratio Q e inversión. El descenso en el ratio Q implica una pérdida patrimonial para los accionistas de la empresa española porque los activos productivos que poseen tienen, tras dicho descenso, un menor valor económico. Pero, ¿tiene también consecuencias sociales? La respuesta es claramente afirmativa en cuanto que la evolución del ratio Q explica una parte importante de la evolución de la inversión empresarial, tal como se desprende de la observación de las dos series de datos que aparecen en el cuadro 4 y, más explícitamente, en la representación gráfica del gráfico 3.

GRAFICO 3. Inversión y Ratio Q : Empresas privadas no eléctricas



Fuente: M. ESPITIA, E. HUERTA, G. LECHA y V. SALAS, «La Eficacia de los Estímulos Fiscales a la Inversión en España», *Moneda y Crédito* (2.ª Época), núm. 188 (1989).

Si la evolución del ratio Q influye en la inversión empresarial, la discusión sobre las causas del descenso en el ratio Q a partir de 1975 cobra especial relevancia, porque se estarían determinando las posibles razones, al menos parciales, del estancamiento de la economía española hasta 1986, como consecuencia del descenso en la actividad inversora. Los especialistas han debatido durante estos últimos años acerca de razones de rentabilidad o razones de coste financiero, como las determinantes de la escasa actividad inversora (además de razones de demanda, costes de ajuste laboral, etc.). Efectivamente, parecen existir razones atribuibles al descenso en la rentabilidad que explican una menor tasa de inversión, pero éstas no son suficientes. En cuanto a los costes financieros, éstos han sido altos en términos nominales, pero mucho menos si se tiene en cuenta el comportamiento de la inflación; por tanto su influencia negativa sobre la inversión en el período estudiado se debería a que las decisiones empresariales, siguiendo las pautas de los analistas externos, se habrían tomado a partir de costes nominales en lugar de reales. Como en otras muchas áreas de la empresa española, el estudio de sus resultados económicos y financieros requiere de trabajos empíricos adicionales, que esclarezcan cuáles han sido esos resultados, cómo ha repercutido sobre ellos la crisis económica y qué consecuencias se derivan para magnitudes de interés macroeconómico como la tasa de inversión.

5. Conclusión

La empresa es una institución compleja. Su conceptualización es todavía imprecisa y los estudios empíricos que existen sobre ella, especialmente en nuestro país, son muy escasos. Por todo ello, la referencia a la empresa española en el período de la transición y la democracia es necesariamente parcial y sesgada hacia los intereses particulares de quien haga esa referencia. Aquí se han elegido tres aspectos, la estructura de propiedad a través de la estructura financiera, la profesionalización gerencial y los resultados privados (beneficios) y sociales (inversión). Aunque la discusión en torno a estos aspectos se ha documentado con datos empíricos, dichos datos son muy limitados en cuanto provienen de un número reducido de empresas seleccionadas sin criterios de representatividad. Por el contrario, se trata de datos obtenidos de empresas no financieras que cotizan en la Bolsa española y de las que se dispone información para un número relativamente amplio de años. Los comentarios vertidos sobre la empresa española deberán valorarse en el contexto de estas restricciones.

La inversión productiva de la empresa española en el período considerado se ha financiado principalmente a través de deuda, alterándose una tendencia anterior donde predominaba la financiación a través de fondos propios. Esta evolución hacia una estructura de propiedad del capital en que predominan los fondos ajenos sobre los propios, parece contradictoria en un período con altos tipos de interés. Sin embargo, se explica racionalmente cuando se compara la evolución

de los costes financieros de la deuda y los fondos propios, se tiene en cuenta la actualización a precios de reposición del valor de los activos que la respaldan y se evalúa el efecto apalancamiento sobre la rentabilidad a partir del tipo de interés real.

La gerencia de la empresa española se ha tecnificado y profesionalizado como consecuencia de las exigencias en la cualificación de los gerentes, derivadas de una mayor competencia en los mercados y complejidad en las decisiones. Puesto que la estandarización de cualificaciones permite a los profesionales que las poseen acceder a un puesto de trabajo de cualquier empresa, la formación, aprendizaje en el puesto de trabajo financiado por la empresa, ha sido sustituida por la educación, aprendizaje formal con títulos y diplomas financiado por las personas que lo reciben. Ello explica la proliferación de estudios relacionados con la gestión de empresas en nuestro país, durante los últimos años. Sin embargo, no existen indicios suficientes para afirmar que se haya producido la revolución gerencial en la empresa española, entendida como la toma de control de la alta dirección de la empresa por parte de gerentes profesionales, capaces de actuar con independencia de los intereses de los accionistas.

Los beneficios de la empresa española se han visto negativamente afectados por la crisis económica. La medida de beneficios utilizada en este trabajo, cociente entre valor de mercado de los activos productivos y valor de reposición de esos activos, es casi un 60 % menor en la década 1975-1984 que en la década precedente. Esta reducción ha contribuido a que la tasa de inversión siga una evolución muy similar y por lo tanto, el descenso en los beneficios privados ha tenido consecuencias negativas para resultados de interés social. La disminución en la medida de beneficios propuesta se explica en parte por un descenso en la rentabilidad de los activos productivos, pero existe otra parte cuya explicación es más compleja y para la que se apuntan posibles errores de apreciación por parte de los analistas empresariales, motivados por la ilusión monetaria producto de elevadas tasas de inflación y altos tipos de interés nominal.

ORIENTACION BIBLIOGRAFICA

La mayor parte de la información sobre la empresa española manejada en este trabajo proviene de la base de datos preparada por el profesor D. Manuel ESPITIA ESCUER de la Universidad de Zaragoza para un conjunto de empresas no financieras que cotizan en Bolsa, desde 1962 a 1986. La elección de esta base estadística se justifica por la amplitud del período que cubre, con lo cual es posible una perspectiva histórica del período de la transición y la democracia; por incorporar información bursátil, importante para análisis de resultados económicos de la empresa; y porque los datos contables contenidos en la misma han sido ajustados por el efecto de la inflación. Algunas de las publicaciones más

extensas que han hecho uso de esta base de datos para el análisis de la empresa española son M. ESPITIA, «Rentabilidad y coste del capital de la empresa española no financiera (1962-1984)», *Situación*, núm. 4, 1987, y V. SALAS, J. J. DURÁN, J. SANTILLANA, *La formación de capital en la economía española en el contexto de la crisis*, Instituto de Estudios Fiscales, 1985.

La Central de Balances del Banco de España proporciona la base estadística más completa sobre la empresa española, principalmente sobre sus resultados económicos y financieros. Comienza en 1982 y en cierto modo es la continuación de la encuesta que anualmente remitía a un conjunto de empresas la Asociación para el Progreso de la Dirección. Los datos contables no se ajustan por inflación, por lo cual algunos de los análisis realizados con los mismos, pueden resultar distorsionados (especialmente cuando la inflación es elevada). Algunos de los trabajos publicados que utilizan estas bases de datos son: E. BUENO, *La empresa española: estructura y resultados*, Instituto de Estudios Económicos, 1987, utiliza datos de la Central de Balances; A. CUERVO, P. RIVERO, *Examen económico-financiero de la empresa española*, APD; Análisis I a VI, 1983; J. J. DURÁN, V. SALAS, J. SANTILLANA, *La empresa española en el período de la crisis. Referencia especial a la PYME*, Instituto de la Mediana y Pequeña Empresa, 1983, complementa los análisis de CUERVO y RIVERO ajustando los datos contables por el efecto de la inflación; y C. SEBASTIÁN, *Algunos aspectos del comportamiento de la empresa privada en 1983 y 1984*, Documento 86-05, FEDEA, 1986.

Fomento de la Producción, el Ministerio de Industria (Las Grandes Empresas Industriales Españolas), *Mercado, Dinero, ...*, han publicado regularmente listas de empresas por sectores con algunos datos representativos de tamaño, variables de gestión (I+D por ejemplo), resultados. Especialmente importante ha sido la serie del Ministerio de Industria que ha permitido análisis de la empresa española en el marco del análisis sectorial. Estos análisis se han publicado a través de artículos técnicos y especializados en las revistas *Investigaciones Económicas*, *Economía Industrial*, *Revista Española de Economía*, entre otras.

Mención especial merece el número monográfico sobre la empresa privada española publicado por *Papeles de Economía Española*, núms. 39-40, 1989. En esta obra se muestran trabajos que cubren diferentes áreas de la empresa, estructura organizativa y estrategia, financiación y proyección internacional, resultados, aparte de aspectos generales sobre la estructura empresarial española. La mayoría de los trabajos son puntuales en el tiempo y, por lo tanto, no es posible elaborar en base a ellos una panorámica que cubra el período de tiempo en que se concentra el presente libro. En cualquier caso, el lector interesado puede encontrar en los artículos del número monográfico, referencias a temas puntuales de su interés.

Por último, reseñar un trabajo de raíces sociológicas: F. DE LA SIERRA, J. J. CABALLERO, J. P. PÉREZ, *Los directores de las grandes empresas españolas ante el cambio social*, Centro de Investigaciones Sociológicas, Monografía núm. 47, 1987, donde aparece un estudio del perfil del gerente profesional en España a finales de los años setenta.