

SIGNIFICADO E IMPORTANCIA DE LA AUTOFINANCIACION PARA EL DESARROLLO Y CRECIMIENTO DE LAS EMPRESAS

La autofinanciación en la economía de la empresa

Por SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

Economista

Siempre ha constituido el sector financiero, sin duda, uno de los campos más o menos condicionante del desarrollo económico y del empresarial. A pesar de que en las últimas décadas, tanto la teoría como la práctica financiera han experimentado ciertas evoluciones, más o menos ortodoxas, no se ha conseguido definir cuál es la estructura y política financiera más conveniente para una empresa, sector o economía en unas circunstancias concretas. La financiación constituye, en muchos casos, y constituirá cada vez más, un grave factor de estrangulamiento en el crecimiento de las empresas.

Se trata en esta aportación de plantear en una dimensión integral la problemática de un componente decisivo y muy discutido dentro de la política económica, social, fiscal y financiera: la autofinanciación, sus componentes y enjuiciamiento.

PARTE I

«Uno de los obstáculos más importantes del crecimiento es la escasez de capital... La financiación con capital propio constituye uno de los componentes del crecimiento empresarial. En parte, es consecuencia del crecimiento empresarial mismo; en parte, es causa y condición necesaria para el crecimiento empresarial» (1).

(1) ALBACH, H.: «Zur Theorie des wachsenden Unternehmens» en «Theorien des einzelwirtschaftlichen und des gesamtwirtschaftlichen Wachstums» ed. por Wilhelm Krelle, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Tomo 34 Berlín 1965, p. 26.

PLANTEAMIENTO GENERAL DEL PROBLEMA

En la moderna economía industrial, y hoy más que nunca, el principal problema económico que tienen planteado las empresas y las naciones lo constituye el de la «*allocation of resources*». Uno de estos recursos es el factor de producción «capital».

Mientras que la Economía de la Empresa y la Economía Política han desarrollado, en las más diversas direcciones, nuevas teorías, técnicas y políticas para los distintos sectores de la actividad económico-empresarial, el campo financiero, sin embargo, se ha «escapado» totalmente a esta evolución. Si bien es cierto que en las dos últimas décadas se han introducido, con mayor o menor éxito, en la práctica industrial, actuaciones financieras «poco ortodoxas» (2) —con sus consiguientes reservas—, no por ello deja de ser cierto que en el sector financiero, la teoría y su disciplina han permanecido al margen de la evolución de la Economía de la Empresa, siguiendo su «clásica» estructura. Así, por ejemplo, mientras que en la Economía de la Empresa se ha introducido, en su actual esfuerzo investigador, la búsqueda de soluciones *óptimas* a sus problemas, el sector financiero (3) ha quedado, por regla general, al margen (4).

Por otro lado, sin embargo, se trata de una materia que se encuentra hoy día sometida a un proceso de rápidos cambios (5). Nuevos planteamientos analíticos, la búsqueda de nuevos enfoques al problema financiero y la realización de estudios empíricos, aspiran a ir componiendo el actual poco satisfactorio estado de la Teoría Financiera. Las causas de este estado de uno de los principales «resources» de la moderna sociedad industrial, son muy diversas. Lo que sí se puede afirmar es que a partir de finales de los años cuarenta se producen decisivos cambios estructu-

(2) JANBERG, H.: «Finanzierungshandbuch», Wiesbaden 1964, p. 5.

(3) Ha sido precisamente Albach quien ha intentado optimizar en un sistema simultáneo todas las posibilidades de inversión y todas aquellas de financiación de que dispone en un momento dado una empresa. En este sentido se trata del primer intento sistemático que se ha realizado. Ver ALBACH, H.: «Investition und Liquidität», Wiesbaden 1965.

(4) SCHNEIDER, D.: «Ausschüttungsfähiger Gewinn und das Minimum an Selbstfinanzierung», en ZfbF, año 20, 1968, cuaderno 1, p. 1.

(5) SOLOMON, E.: Prólogo a la obra de Porterfield, J. T. S.: «Investment Decisions and Capital Costs», New Jersey 1965.

rales en las costumbres y en las técnicas financieras. Sin duda, es el hecho de su repercusión, su reflejarse en los demás sectores de decisión de la empresa y de la nación, tanto en su situación de ser causa, por un lado, y consecuencia, por otro, de los más complejos comportamientos y decisiones económicas y meta-económicas.

Ya dentro del sector financiero, la polémica, tanto de trascendencia teórica como político-económica, se ha centrado en la financiación proveniente de la retención de los beneficios (autofinanciación). A pesar de la numerosa literatura y las repetidas experiencias de las más diversas índoles, la problemática de la autofinanciación ha alcanzado un estadio en el que más o menos se le reconoce como, en principio, justificada; pero nada más (6): «Ni el recurrir a las tesis marginalistas, ni las consideraciones deducidas de los postulados keynesianos han permitido dar una explicación satisfactoria de la autofinanciación» (7).

¿Cuál es el grado de autofinanciación necesario y conveniente para una empresa determinada, para un sistema financiero nacional y ello, en un momento determinado? Esta incógnita es la polémica central. En un capítulo posterior se tratará de determinar, si es posible definir hoy día un óptimo de autofinanciación (8) empresarial; previamente se intentará esbozar la problemática de esta fuente financiera. Para ello vamos a partir de una descripción de su entronque dentro de la economía política, en particular, dentro del crecimiento económico, para pasar después a un análisis detenido sobre el contenido, amplitud y problemática de un mayor o menor grado de autofinanciación.

(6) SCHNEIDER, D.: ob. cit., p. 1.

La idea de no consumir la totalidad del beneficio de la explotación y de reinvertir una parte en la expansión o en el perfeccionamiento de la misma no es un problema contemporáneo de nuestras economías modernas. Siempre fue una norma de buena gestión empresarial reinvertir una parte de los beneficios, lo que también se consideró, con sus graves acusaciones político sociales, la fuente del enriquecimiento empresarial (Ver SIMON, Ph.: «Le financement des entreprises», Paris 1961).

(7) SIMON, Ph.: ob. cit., p. 119.

(8) SCHNEIDER, D.: Trata precisamente de esbozar un nuevo planteamiento partiendo de la problemática de la definición del beneficio empresarial (fiscal, de balance y el considerado internamente o calculatorio). La problemática del mantenimiento del valor en sustancia y la desvalorización, junto con el cálculo de los futuros rendimientos de la empresa, constituyen las principales bases para esbozar nuevamente una posibilidad cualitativa de determinar un «óptimo» de autofinanciación, partiendo del mínimo necesario. (Ob. cit.).

El hecho de que se plantee el problema de la autofinanciación partiendo del análisis del crecimiento económico y, en concreto, del de la empresa, se deduce de las dos formas o enfoques de la autofinanciación derivadas de un planteamiento teleológico: ¿Para qué puede servir la autofinanciación? ¿Qué objetivo se pretende alcanzar con el instrumento de la autofinanciación?: a) Para mantener el valor sustancial de la empresa, esto es, mantener su capacidad productiva (9); y b) Para fomentar el crecimiento de la empresa (10). Este segundo objetivo constituye, sin duda, uno de los principales fines de la gestión empresarial en una moderna economía industrial (11).

LOCALIZACION DE LA PROBLEMÁTICA FINANCIERA EN EL CRECIMIENTO ECONOMICO

Así como en la época de los años veinte y treinta de este siglo el problema número uno, tanto de política como de teoría económica, fue el de evitar el paro o bien, conseguir una plena ocupación, la década de los años cincuenta y lo que va de la del sesenta se caracteriza por dos problemas: Crecimiento económico e inflación, mejor dicho, la persecución del objetivo de la estabilidad monetaria. El primer objetivo, crecimiento económico, constituye, sin duda, la característica más resaltante e importante del desarrollo económico de nuestros días.

(9) Sobre esta materia, nos remitimos a la obra de HAX, K.: «Die Substanzerhaltung der Betriebe», Colonia y Opladen, 1953, y a la obra de SCHMIDT, F.: «Die organische Tageswertbilanz», 3.ª ed. Wiesbaden 1951 (1.ª ed. 1929), siendo este último autor quien vio claramente el problema de la desvalorización empresarial y la necesidad de buscar una solución a las variaciones por las evoluciones tecnológicas y por la evolución del valor monetario. El problema no está resuelto, habiéndose fracasado hasta hoy en los intentos de buscar métodos de definir el mantenimiento sustancial del patrimonio inmovilizado. El constante progreso técnico constituye una de las más difíciles incógnitas. Por ello, considera Simon que: «...la autofinanciación no es una opción que se les deja a sus dirigentes. Se les impone a ellos si quieren *mantener* el utillaje industrial y comercial del que tienen su responsabilidad» (Simon, P.: ob. cit., p. 119).

(10) SCHNEIDER, D.: ob. cit., p. 28 s.

(11) BAUMOL, W. J.: «Business Behavior, Value and Growth», New York 1959. Ver el interesante comentario a este libro de Albert, H.: «Eine Theorie des Marktverhaltens grosser Unternehmungen», en: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 1961, pp. 191-198.

Este crecimiento se vierte, sobre todo, en las cantidades de bienes producidos, servicios prestados y, no por último, en la calidad de estos bienes y servicios. No se trata de ningún nuevo planteamiento: siempre se ha perseguido incrementar la producción de bienes, lo que, sin embargo, sucede, es que los incrementos en la producción y distribución, desconocidos hasta el presente, son consecuencia del espectacular avance tecnológico. Esto junto con el desarrollo experimentado en el intercambio internacional, gracias a la liberalización progresiva del mismo, ha hecho realidad, en muchos países, este objetivo del crecimiento económico. La teoría y la práctica de la economía le dedican su más delicada atención. Sin embargo, la consecución de este objetivo ha venido acompañada de una multitud de problemas de gran transcendencia. En particular, el tan debatido y temido objetivo de la estabilidad monetaria.

Un análisis de los conflictos entre los objetivos de la política económica moderna, considerados dentro del mal denominado triángulo o pentágono «mágico»: Estabilidad monetaria, Plena ocupación, Equilibrio económico, Crecimiento económico constante, y, por último, mejor distribución de ingresos y de la propiedad, esto es, política de rentas, no es objeto de este artículo (12). Sin embargo, del manejo de los instrumentos de política económica que se orientan, en mayor o menor magnitud hacia uno u otro objetivo surgen, directa e indirectamente, medidas que afectan a todo el sistema financiero, en particular, al problema que nos ocupa aquí: la autofinanciación, su fomento u obstaculización, sobre todo, por medidas fiscales.

Ciertamente nos encontramos también aquí con un problema antiguo. La diferencia es que en este momento el crecimiento económico viene motivado por un gran despliegue de fuerzas muy costosas. El crecimiento económico real viene dado por:

- a) un incremento en la cantidad de mano de obra, o bien, de una mejora cualitativa de la misma;
- b) de una mejor utilización de los recursos de producción; determinantes ambos que dependen altamente de:
- c) la utilización de modernas técnicas productivas, esto es, capital intensivo; y

(12) Ver la interesante obra de WEBER, W.: «Stabiler Geldwert in geordneter Wirtschaft», Münster 1965. A quien interese este tema encontrará aquí una fuente inagotable de información.

- d) de una mejora del factor dispositivo a todos los niveles, esto es, de la organización a todo nivel del sistema de decisiones, de todo el proceso productivo.

Todos estos determinantes causantes del crecimiento económico imponen fuertes exigencias de inversión pública y/o privada con efectos no sólo a corto, sino que, muchas de ellas, son a largo plazo.

Estos volúmenes de inversión necesarios para conseguir el objetivo de la moderna política económica, esto es, el crecimiento en «estabilidad», plantean la necesidad de buscar nuevas estructuras financieras. Estas, que por su naturaleza, dentro de nuestros sistemas económicos, están más bien caracterizadas por un comportamiento ortodoxo, se han convertido, casi de improviso, en el centro de todas las incógnitas. Y no es que anteriormente no hayan jugado un papel importante; lo que sucede es que las necesidades en cantidad y calidad requieren nuevos planteamientos para que no se convierta el sector financiero en los granos de arena que friccionan el mecanismo de la compatibilidad de la estabilidad monetaria con los otros objetivos de la moderna política económica. Lo que se precisa es que el orden financiero lubrifique este delicado engraje de los objetivos arriba mencionados. Se puede decir que el problema de las inversiones y de la financiación ha saltado, con motivo del pujante y arrollador crecimiento, a un primer plano, tanto a nivel macro como microeconómico, tanto en la teoría como en la práctica. Y aquí es donde se deben empezar a buscar los roces, las fricciones de nuestros sistemas económicos.

Ahora bien, en este intento de buscar, de diagnosticar los roces y de pronosticar sus ajustes nos encontramos con limitaciones que no se deben perder de vista: la limitación teórica.

Cierto que el esfuerzo científico se orienta hacia la obtención de hipótesis universales que constantemente se verifican con la experiencia. Los conocimientos obtenidos por métodos inductivos, si bien valiosos, ya que permiten en buena parte, el proceso de anunciado de teorías y de su verificación son, sin embargo, inseguros. Y ello, como consecuencia de que sin una investigación teórica permanecen ocultas aquellas condicionantes de las que depende el efecto de una medida política-económica adoptada. Las hipótesis establecidas, partiendo de la experiencia sobre los efectos de determinadas medidas de política económica, están vinculadas a un determinado período histórico, a un país, o, independiente-

mente del tiempo y del espacio, a determinadas estructuras sociales y económicas (13).

Tanto una teoría general como las teorías especiales, sólo pueden aportar un pronóstico con ciertas posibilidades de seguridad cuando han *soportado* la constatación empírica. En la teoría de los instrumentos de la política económica es siempre necesaria una relativación histórica y/o estructural. Al realizar funciones de aclaración se desconoce si en el nuevo caso a tratar se dan las mismas condicionantes relevantes. El desconocimiento de las condicionantes estructurales provoca que, para el caso de una teoría con un contenido limitado en el tiempo y el espacio, la teoría es falsa cuando varían las condicionantes. Este es, desgraciadamente, un caso frecuente donde se pueden buscar los graves errores de política económica: el «trasplante», más o menos intacto, de una teoría de los instrumentos de política económica que, dentro de un determinado cuadro de condicionantes, unas conocidas, otras muchas, sin embargo, desconocidas, ha producido más efectos favorables, claro está, dentro de su marco coordinador *espacio-tiempo* (14).

Dürr cita acertadamente (15), como aclaración, el complemento que significa para una teoría económica general —como el caso de la Política Monetaria, que cuenta, entre otras, con las teorías cuantitativas y del interés—, la teoría de un determinado instrumento de política económica. En este caso concreto citado, estas teorías señalan bajo qué condiciones económicas y sociales la cantidad monetaria o el tipo de interés influyen en el proceso económico. A través de los instrumentos de que dispone el banco central, tales como, política de redescuento, de open market, de reservas mínimas, etc, puede aclararse si se dispone de la

(13) Ver ALBERT, H.: «Theorie und Prognose in den Sozialwissenschaften», en «Theorie und Realität», (editor), Tübingen 1964, pp. 3-73.

(14) DÜRR ha analizado con gran profundidad los instrumentos de la política económica, su contenido, su utilización y los resultados que de los mismos pueden esperarse. *La conclusión, es que «una política económica racional debe seleccionar aquellas medidas de política económica que, en el caso de una defectuosa información sobre sus consecuencias, permitan reducir a un mínimo sus errores».*

(Dürr, E.: «Wachstumstheorie und Wachstumspolitik», en: «Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Tomo 176, cuaderno 5 (1964), y cuaderno 6).

(15) DÜRR, E.: ob. cit.

teoría de estos instrumentos, sus efectos sobre el volumen monetario y sobre el tipo de interés. La búsqueda de cuál o cuáles son los medios de política económica más apropiados para conseguir una armonización del objetivo de estabilidad monetaria con los demás objetivos de la política económica constituye la clave, la incógnita, que busca respuesta tanto en la teoría como en la práctica.

Los continuos fallos de las medidas adoptadas en política económica, reflejados en la diferencia de magnitud y, a veces, controversia, entre los efectos esperados y los obtenidos, pudieran evitarse si se dispusiese de unas teorías verificadas de los instrumentos de política económica. En las últimas décadas, con el empuje industrial europeo, se han comenzado a utilizar, además de los instrumentos clásicos de la política económica —en el campo de la Política Monetaria y Crediticia—, otros nuevos, en particular la influencia estatal en las inversiones, tanto públicas como privadas. Las opiniones sobre la eficacia, sobre los efectos de estas medidas son muy dispares.

Después de este enfoque inicial, que nos debe servir para ponernos en preaviso de la «pobreza» o inexistencia, según los casos, de un sistema teórico que facilite hipótesis de carácter universal para poder manejar racionalmente el instrumento de política económica, pasemos a aproximarnos a la problemática de la financiación, pero, en primer lugar, enfocándola a través del crecimiento de la empresa, como componente básico del crecimiento económico.

Todo el tratamiento del fenómeno del crecimiento económico ha sido analizado, en numerosas ocasiones, bajo su aspecto macro-económico. Desde el punto de vista de la Economía de la Empresa, ha sido estudiado muy ligeramente, por lo que Gutenberg habla incluso de que la «teoría» del crecimiento de la empresa... ocupará a los teóricos de la Economía de la Empresa de la siguiente generación» (16). Uno de sus principales protagonistas (17) señala que el crecimiento de la empresa expuesto en los estudios realizados sobre el nivel macroeconómico por

(16) GUTENBERG, E.: «Betriebswirtschaftslehre als Wissenschaft», Krefeld 1957, Discurso Rectoral, p. 34.

(17) ALBACH, H.: «Zur Theorie...», ob. cit., pp. 9 ss.

Penrose (18), y los recientes trabajos de Fraser (19) y Baumol (20), ponen muy en duda que estos modelos puedan constituir la base de una teoría del crecimiento de la empresa. Albach considera, con acierto, que un enfoque de esta problemática no puede ni debe escaparse al análisis empírico. En este sentido ha realizado un amplio estudio empírico (21), que constituye, en principio, los comienzos de una nueva dirección metodológica para investigar el crecimiento empresarial, al utilizar magnitudes plausibles en las que se orienta el empresario normalmente.

De los resultados de estos modelos incipientes, basados en análisis empíricos, se deduce que «las empresas con estrategias de crecimiento agresivas alcanzan, *ceteris paribus*, mayores dimensiones empresariales que aquellas empresas temerosas al riesgo» (22). Albach, en su pionero intento de iniciar una teoría dinámica del crecimiento de la empresa, en principio, a base de unos modelos teóricos dinámicos por un lado, y de un análisis empírico realizado a base de 100 Sociedades Anónimas alemanas para el período 1953/1960 por otro, discierne entre los *impulsos* de crecimiento y los *obstáculos* más importantes que se oponen al crecimiento de la empresa, constituyendo entre los primeros «la financiación propia un componente estructural decisivo en el crecimiento. Este componente es, sin embargo, en parte, consecuencia del crecimiento empresarial, en parte, es la causa y condición previa para el crecimiento» (23). Del estudio empírico que realiza deduce, al comparar las tasas de crecimiento del capital propio, que el crecimiento del inmovilizado es superior a las tasas de crecimiento del capital propio, comportamiento seguido por la mayoría de las empresas europeas de la postguerra. Y precisamente donde más aguda es esta discrepancia es en las empresas catalogadas entre los 2 y 10 millones de DM de capital propio, esto es, aquellas de dimensiones medias y pequeñas. La diferencia es

(18) PENROSE, E. T.: «Limits to the Growth and Size of Firms», en *American Economic Review* 1955, Papers and Proceedings, p. 531; PENROSE, E. T.: «The Theory of the Growth of the Firm», Oxford 1959.

(19) FRASER, H. W.: «A Theory of the Optimum Time Rate of Growth of the Firm», Tesis, Princeton 1961.

(20) BAUMOL, W. J.: «On the Theory of Expansion of the Firm», en: *American Economic Review*, 1962, p. 1078.

(21) ALBACH, H.: «Zur Theorie...», ob. cit.

(22) ALBACH, H.: «Zur Theorie...», ob. cit., p. 90.

(23) ALBACH, H.: «Zur Theorie...», ob. cit., p. 26.

del orden del doble, esto es, el inmovilizado crece en dos veces sobre las disponibilidades de capital propio. Sólo el 15 % de las empresas analizadas han tenido una tasa media de crecimiento del capital propio superior al crecimiento del inmovilizado, mientras que el 36 % de las empresas dispusieron de tasas de incremento que se encontraron por debajo de las variaciones de su inmovilizado (24). En el período neto de reconstrucción 1954/1957, los incrementos de inmovilizado se encontraron por encima de las posibilidades de financiación propia. Otras fuentes ajenas llenaron las lagunas financieras. Por el contrario, de 1957/1960 se aprecia una consolidación de la actividad inversora, que se cubrió holgadamente por las disponibilidades propias de capital, consecuencia de la anterior intensiva actividad de inversión (25).

Capital propio Inmovilizado	Capital propio						Σ
	—10 % hasta —5 %	—5 % hasta 0 %	0 % hasta 5 %	5 % hasta 10 %	10 % hasta 20 %	20 % hasta 40 %	
Menos del —10 % ...	—	1	—	—	—	—	1
—10 % hasta — 5 % ...	—	—	—	—	—	—	0
— 5 % hasta 0 % ...	1	1	1	1	—	—	4
0 % hasta 5 % ...	—	2	27	3	2	—	34
5 % hasta 10 % ...	—	1	12	9	4	1	27
10 % hasta 20 % ...	—	2	10	4	10	2	28
20 % hasta 40 % ...	—	—	1	1	2	2	6
Suma	1	7	51	18	18	5	100

Fuente: ALBACH, H.: *Zur Theorie...*, ob. cit., p. 28.

De la investigación mencionada se deduce que no sólo frena el crecimiento económico de la empresa un desarrollo erróneo de nuevos productos, sino que la estrategia de crecimiento también viene determinada por el mayor o menor ritmo de expansión de la empresa y de sus estados estacionarios que se alcanzan en las diferentes dimensiones empresariales.

(24) ALBACH, H.: «Zur Theorie...», ob. cit., pp. 28 ss.

(25) Esta misma tendencia refleja el informe de la OEEC (OEEC: «Le financement du développement industriel en Europe», Paris 1957, p. 167).

CRECIMIENTO ECONOMICO Y AUTOFINANCIACION

Desde el prisma de la política económica se presenta, sobre todo para el caso de una recesión económica, siempre, de manera urgente, la exigencia de conocer si se puede seguir manteniendo el ritmo de crecimiento económico a un determinado nivel y cómo se puede ver afectado este crecimiento por una disminución del volumen de autofinanciación. Es de decisivo interés centrarnos en esta problemática, ya que el mayor o menor volumen de autofinanciación empresarial se ve influido por las medidas de política económica, especialmente por lo que afecta a la presión fiscal sobre los beneficios y, muy en segundo lugar, como más adelante veremos, en cuanto al tratamiento fiscal de las amortizaciones.

Para ello vamos a centrarnos en primer lugar en la pregunta concreta: ¿existe una correlación entre crecimiento económico y autofinanciación? En su detallado análisis, Dürr (26) expone claramente que la «hipótesis generalizada de que la autofinanciación fomenta el crecimiento económico es errónea». Se basa para hacer esta rotunda afirmación en el estudio empírico de Gran Bretaña y de la República Federal Alemana, donde se contradicen las relaciones cuota de inversión y crecimiento económico con el nivel de autofinanciación. Shinohara (27) señala que el caso del Japón, con sus elevadas tasas de crecimiento, se debe más a las posibilidades de financiación externa que a la reducida autofinanciación (28). Según Dürr (29), la autofinanciación es más bien una variable dependiente de la situación coyuntural, más que el que ésta última venga definida por el grado de autofinanciación. Asimismo Thiess, desde el punto de vista financiero, señala la necesidad de *no* vincular, «al enjuiciar esta nueva 'técnica financiera', el volumen de inversión con el volumen de autofinanciación» (30).

(26) DÜRR, E.: ob. cit., p. 391.

(27) SHINOHARA, Miohei: «Growth and Cycles in the Japanese Economy», Tokyo 1962.

(28) Ver GUTENBERG, E.: «Über japanische Unternehmungen», Wiesbaden 1960, y HAX, K.: «Japan —Wirtschaftsmacht des Fernen Ostens», Colonia-Opladen 1961.

(29) DÜRR, E.: ob. cit., p. 391.

(30) THIESS, E.: «Kurz- und mittelfristige Finanzierung», Wiesbaden 1958, página 23.

Un juicio todavía más tajante que el de un gran teórico de la política económica como es Dürr, nos ofrece la resolución adoptada por el Gremio Científico de Expertos cerca del Ministerio de Economía de la República Federal Alemana. Su posición frente a la problemática del instrumento de la autofinanciación para reanimar una situación económica con tasas de crecimiento regresivas, es que, «por principio, no existe ninguna interdependencia específica entre la cuota de autofinanciación y el volumen de inversión» (31).

La posición de este grupo científico asesor es que deben fluir los beneficios al mercado de capitales y que no deben quedar retenidos en la empresa. Aun cuando disminuyan los beneficios en la empresa, no existen motivos para autofinanciarse sus proyectos de inversión, disminuyendo sus dividendos. Consideran que el mercado de capitales constituye la mejor fuente de financiación y el mejor instrumento de selección de las inversiones rentables. Así, señalan que «las empresas se deben conformar con que en una economía que reduce su proceso de crecimiento no se disponga de tantos medios de beneficios no repartidos como en una economía que se encuentra en franco proceso expansionista» (32).

Las conclusiones a las que llega este importante grupo de expertos a nivel Ministerial son:

- a) No existen fundamentos para disminuir los dividendos y distraer fondos para autofinanciarse;
- b) no se debe fomentar la autofinanciación con medidas económicas y fiscales especiales en una situación de recesión económica;
- c) se recomienda extremar las medidas de selección de las inversiones; y, por último,
- d) se debe cuidar de que los ahorros provenientes de beneficios y de ingresos salariales se canalicen a fines de inversión, en forma de participación en el capital.

(31) «Gutachten vom April 1961 bis März 1966», «Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundeswirtschaftsministerium» (Informe del 16 febrero 1963 sobre el tema: Selbstfinanzierung bei verlangsamttem wirtschaftlichem Wachstum), página 41, Gotinga 1966.

(32) «Gutachten.....», ob. cit., pp. 43 y 45. De gran interés es considerar el problema de la autofinanciación desde el punto de vista de *política social y de política de rentas*. Sólo lo vamos a señalar y dejarlo para un tratamiento más profundo, ya que su importancia es fundamental. Así, uno de los principales exponentes de política social, prof. Wallraf define la autofinanciación como «el resultado de ahorros que le son dictados al consumidor por la política de precios de los productos; el Consejo de Administración y la gerencia de las grandes So-

Esto es, la política que se recomienda al Gobierno es de que no sólo no debe fomentar la autofinanciación en un período de recesión en la tasa de crecimiento, sino que incluso debe procurar que los beneficios se canalicen al mercado de capitales y que aquí se seleccionen los proyectos de inversión más rentables y en una forma que conviene a largo plazo, incluso a la empresa. Es decir, un *no* al fomento de la autofinanciación.

Otro prisma del análisis fundamental de la problemática de la autofinanciación lo constituye la Política Social y de Sociedad de un Estado moderno. Tema decisivo en esta contemplación integral del problema, pero que nos lleva más allá de los límites de este artículo. En resumen, puede decirse que, desde el punto de vista de la política social, esto es, política de rentas, de propiedad, si bien no se quiere eliminar la autofinanciación, sí, sin embargo, limitarla en lo máximo posible para evitar: a) la concentración de riqueza (33) y b) la canali-

ciudades Anónimas transforman las elevadas cuotas de beneficios en reservas expresas y tácitas u ocultas y, con ello, deciden ellos que los accionistas ahorren», y ello recurriendo a una ética indefendible. Wallraff considera tácitamente que desde el punto de vista de nuestra sociedad actual, «la configuración moderna de la propiedad privada en los medios de producción necesita nuevas formas más elásticas de la política de rentas» (WALLRAFF, J.: «Eigentumsbildung», Tomo 43 de la serie «Freiheit und Ordnung», Mannheim 1965).

Por su parte, WEISSER señala la importancia de una política social que permita extender el patrimonio tanto a los bienes de uso como a los productivos (página 7), para lo que define los instrumentos de que se dispone. Sin embargo, Weisser señala que mientras que las empresas tienen gran interés por retener la mayor parte posible de sus beneficios para autofinanciarse, desde el punto de vista de la economía interesa que el capital tenga la mayor movilidad posible para que financie las nuevas inversiones más adecuadas, fuera donde fuese. Sin duda, señala Weisser, no tiene por qué ser necesariamente un error una inversión de los beneficios retenidos en el lugar en que se producen, pero se debe distraer paulatinamente capital hacia otros lugares. Esto es, desde el punto de vista de política social, creación y funcionamiento de los medios necesarios para canalizar beneficios, dividendos y ahorros personales en el mercado de capitales para su aplicación a las inversiones mejores (Ver Weisser, G.: «Eigentumspolitik», Separata de «Die neue Gesellschaft»). Considera que las medidas de política distributiva que propone, si bien no quieren eliminar la autofinanciación, ejercen, sin duda, cierta presión en este sentido, al intentar obstaculizar la concentración de riqueza (p. 19).

(33) Aunque no se ha podido demostrar empíricamente, todos los indicios parecen señalar a la autofinanciación como un factor pujante de la concentración económica. (MALISSEN, M.: «L'autofinancement des Sociétés en France et aux Etats-Unis, Paris 1953, pp. 219 y 223 ss.). Por lo que autofinanciación entraña facilidades de financiación interna y externa; por ello, la discriminación de las empresas medias y pequeñas con limitados recursos internos que a su vez les limitan su expansión financiera externa.

zación de esta riqueza hacia la inversión, pero por otros caminos, con otros medios y con otros efectos en cuanto a la política social que, sin duda, varían el carácter de los medios financieros de la autofinanciación hacia los ajenos en cuanto a su utilización empresarial.

Entre estos últimos es el pionero de la Economía de la Empresa Schmalenbach, quien critica en los primeros años de la reconstrucción alemana las dimensiones alcanzadas por la autofinanciación: «...un favorecimiento general de la autofinanciación lleva frecuentemente el capital en una dirección que no es precisamente la que económicamente se desea en el momento» (33 a). A esto añade la discriminación fiscal practicada en los impuestos sobre beneficios según la forma jurídica de la Sociedad.

ECONOMIA DE LA EMPRESA Y AUTOFINANCIACION

Expuesta la problemática de la relación entre crecimiento económico y autofinanciación y, a la vista de la inexistencia de interdependencia universal, valedera entre ambas magnitudes económicas por un lado, y su suspicacia, y quizá pudiera decirse enjuiciamiento poco positivo desde el punto de vista de la política económica y de la política social, nos preguntamos: ¿cómo se contempla la autofinanciación en la Economía de la Empresa? Esto es, ¿por parte de la institución en la que se origina la autofinanciación y a la que afecta directamente su mayor o menor posibilidad de utilización? *¿Existe alguna interdependencia entre crecimiento económico de la empresa y el grado de autofinanciación?* Esto es, *¿depende de la autofinanciación la vida y el crecimiento de la empresa?* *¿Hasta qué punto influye la autofinanciación en el nivel de beneficios?*

Nos encontramos nuevamente ante un problema planteado repetidas veces y con las más dispares opiniones: Unas, por su carácter de grupo de presión, otras, sin embargo, por convencimiento teórico.

En el estudio ya mencionado sobre el crecimiento de la empresa señala Albach que la «financiación con medios propios constituye un componente estructural importante del crecimiento empresarial» (34).

(33a) SCHMALENBACH, E.: «Beteiligungfinanzierung...», ob. cit., p. 15.

(34) ALBACH, H.: «Zur Theorie...», ob. cit., p. 26.

Sin embargo, el mismo autor, en un análisis empírico (35) realizado sobre la pregunta de si existe correlación entre el volumen de inversión y las amortizaciones (principal fuente interna de medios financieros), llega a conclusiones que pudiéramos decir contradictorias entre las consideraciones teóricas del modelo creado y los resultados empíricos. Mientras que, teóricamente, existe una influencia del tipo impositivo sobre la tendencia a invertir —suponiendo que se hagan cálculos de inversiones—, «la relación entre el volumen de inversión y las amortizaciones —considerada sobre la posibilidad de financiación de las inversiones— solamente puede establecerse indirectamente a través de la fiscalidad de los beneficios y de la política crediticia de los grandes Bancos» (36). Que estas suposiciones o premisas son problemáticas nos lo demuestra el resultado del estudio empírico de 105 empresas alemanas en el período 1952-1964 (37): «La hipótesis de que una variación de las tasas de amortización pueda verse compensada o incrementada no parece desdeñable, con lo que no tendría lugar, o en intensidad distinta de lo esperado, el efecto coyuntural prometido por la política coyuntural» (38).

Por su parte, Gutenberg (39) considera que cuando se realizan los cálculos de economicidad adecuados, el riesgo de una inversión

(35) ALBACH, H.: «Investitionsvolumen und Abschreibungen» (Manuscrito), Bonn 1965.

(36) ALBACH, H.: «Investitionsvolumen...», ob. cit., p. 27.

(37) ALBACH, H.: Todos los parámetros y coeficientes de correlación se han asegurado en un nivel del 95 % (p. 13). La función de inversión en el análisis de regresión es de

$$I_E = -0,3102 + \begin{cases} 2,39718 \\ 2,35474 \\ 2,11230 \end{cases} A_t \quad r = 0,98816$$

para todas las sociedades alemanas y

$$I_E = 0,0712 + \begin{cases} 1,84961 \\ 1,58903 \\ 1,32845 \end{cases} A_t \quad r = 0,97401$$

para las 105 sociedades anónimas. («Zur Theorie...», ob. cit.).

(38) Es interesante observar cómo también Albach señala en esta investigación la necesidad de prestar «atención a la cuestión de si la variación de las posibilidades de amortización hacia el crecimiento económico y coyuntural, no posea innatas ciertas tendencias fomentadoras de la concentración» (ALBACH, H.: «Investitionsvolumen...», ob. cit., p. 27). Enfoque que coincide con el de la economía política y la política social, aunque aún queda por verificarlo.

(39) GUTENBERG, E.: «Gewinnverwendungspolitik», en Finanzierungs-handbuch, ob. cit., pp. 59 ss.

errónea —fomentada por las disponibilidades de autofinanciación— es menor. ¿Cómo se ha de llenar si no la laguna financiera que presenta el programa de inversiones de la empresa? La situación del mercado de capitales y las necesidades financieras determinan las posibilidades de acudir a la financiación exterior. En situaciones de «limitación del mercado de capitales» o para aquellas empresas con difíciles o imposibles accesos al mercado de capitales, como consecuencia de la imperfección de este mercado, se tiene que la autofinanciación posee otra característica completamente distinta que para aquellas empresas con acceso real al mercado de capitales. En las primeras, hay situaciones concretas en las que las inversiones de racionalización y ampliación sólo pueden hacerse por la autofinanciación si se quiere mantener un determinado crecimiento empresarial.

Por tanto, desde el punto de vista de la Economía de la Empresa, la primera condición es que se realicen los oportunos cálculos de economía para no incurrir en inversiones erróneas. La segunda es diferenciar entre la situación de empresas con accesos a los mercados de capitales y crediticios (40) y aquellas otras que no tienen este acceso. Sobre esta problemática y si existe una magnitud que indique en qué medida debe autofinanciarse una empresa, se tratará más adelante, partiendo de la discusión sobre la «regla oro bancaria».

Desde el punto de vista empresarial se tiende, en empresas en crecimiento, a retener el mayor importe posible de los beneficios obtenidos con el fin de autofinanciarse (41). La autofinanciación del capital obtenido, esto es, de la política de beneficios, y el dónde y cómo de su aplicación es asunto de la decisión empresarial.

(40) Ver el interesante estudio de Gutenberg analizando los distintos factores, entre ellos, las líneas de crédito, acceso al mercado de valores de rentas variables y fijas, fondos de seguros, etc. (GUTENBERG, E.: «Gewinnverwendungspolitik», ob. cit., y la conferencia pronunciada en la Universidad de Madrid: «Desarrollo de la empresa: Autofinanciación y mercado de capitales», Madrid, octubre 1963).

(41) La nueva Ley de Sociedades Anónimas Alemanas, portavoz hasta cierto grado, sin duda, de las futuras reformas de las demás naciones europeas, fija el marco dentro del cual puede decidir la dirección empresarial el destino de los beneficios: Hasta un 50 %, mientras que el resto lo decide la Junta General de Accionistas (GARCIA ECHEVARRIA, S.: «La nueva Ley de Sociedades Anónimas en la República Federal Alemana», en *Técnica Económica*, núms 10, 11 y 12, 1965).

IMPORTANCIA CUANTITATIVA DE LA AUTOFINANCIACION

Sin duda, a la vista de los porcentajes reflejados en el cuadro siguiente se aprecia la vital importancia que posee en los distintos países la autofinanciación, esto es, la disponibilidad por parte de las empresas de una parte de los beneficios obtenidos para financiar sus proyectos de inversión.

La retención de los propios beneficios para la financiación del propio programa de expansión o mantenimiento ha constituido la principal fuente de financiación empresarial en una época expansionista de reconstrucción como ha sido la época que abarca hasta mediados de la segunda mitad de los años cincuenta y, más débilmente, en los primeros años de la actual década. En adelante la problemática de la autofinanciación entrará en una nueva fase orientada más hacia su disminución y canalización a través de los mercados financieros y de capitales. Para ello es urgentemente necesario perfeccionar estos mercados creando nuevos sistemas, nuevas técnicas y una mayor flexibilidad que satisfagan las necesidades financieras. Un margen respetable y variable, según las épocas, fases de desarrollo y otros factores económicos y metaeconómicos de cada país deberán señalar y limitar las tasas de autofinanciación.

Del cuadro seguidamente expuesto se aprecia que mientras en los Estados Unidos sigue jugando la autofinanciación a partir de finales de los años cincuenta el mismo papel que representó en todo el período de la postguerra, en la que actúa este instrumento financiero como «una de las causas principales de la expansión económica del país» (42), en los otros países industriales disminuye claramente su importancia. En el período 1956-65, período más inclinado hacia una situación «normal», la autofinanciación (ahorro de las sociedades) fue un promedio del 17,2 %. La media más baja la da Alemania, con sólo un 6,33 %, y la más elevada el Reino Unido, con 30,6 % y España, 24,6 %. Sin embargo, es necesario analizar la evolución en este período. Alemania reduce su «autofinanciación» del 7,8 % en 1956 al 3,4 %, esto es, el país que se expone siempre como ejemplo de crecimiento con autofinanciación, reduce notablemente su autofinanciación. Todos los demás países ven reducirse su autofinanciación en magnitudes muy fuertes, a excepción de los Estados Unidos, que se mantienen entre un 15 % y 19 %; el

(42) OECD: «International Report...», ob. cit., p. IV. 13.

FINANCIACION DE LA FORMACION INTERIOR BRUTA DE CAPITAL
PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL

340

SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA

	Media 1956/1965	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
ESTADOS UNIDOS:	54,76	47,5	53,1	58,4	52,1	54,8	59,0	56,3	56,4	56,8	53,2
Amortizaciones	16,24	16,2	15,9	13,7	17,0	15,0	15,4	16,3	15,4	18,7	18,8
Ahorro de las sociedades	29,00	36,3	31,0	27,9	30,9	30,2	25,6	27,4	28,2	24,5	28,0
Otras fuentes											
JAPON:	33,83	37,4	29,4	38,1	35,2	31,7	27,4	32,1	32,9	35,0	39,1
Amortizaciones	13,04	10,0	14,6	14,7	12,5	18,3	14,1	13,0	11,4	11,6	10,2
Ahorro de las sociedades	53,13	52,6	56,0	47,2	52,3	50,0	58,5	54,9	55,7	53,4	50,7
Otras fuentes											
AUSTRIA:	40,14	41,7	39,4	42,3	42,3	34,4	34,9	41,3	43,5	41,3	40,3
Amortizaciones	15,56	16,5	15,8	16,5	19,9	19,6	11,6	14,8	13,4	14,1	13,3
Ahorro de las sociedades	44,30	41,7	44,8	41,2	37,8	46,0	53,5	43,9	43,1	44,5	46,4
Otras fuentes											
FRANCIA:	42,21	44,1	42,0	39,6	45,3	40,8	43,1	41,2	42,7	40,3	43,0
Amortizaciones	11,28	10,9	10,7	12,5	13,7	15,7	13,5	12,4	8,8	8,2	6,4
Ahorro de las sociedades	46,51	45,0	47,3	47,9	41,0	43,5	43,4	46,4	48,5	51,5	50,6
Otras fuentes											
ALEMANIA:	35,89	33,8	35,5	37,3	35,5	33,1	34,2	36,1	38,8	36,9	37,7
Amortizaciones	6,33	7,8	8,0	7,7	8,5	8,1	6,1	4,6	4,4	4,7	3,4
Ahorro de las sociedades	57,78	58,4	56,5	55,0	56,0	58,8	59,7	59,3	56,8	58,4	58,9
Otras fuentes											
HOLANDA:	36,04	33,7	33,4	43,2	40,4	34,0	34,5	36,7	38,4	32,1	34,0
Amortizaciones	18,89	17,0	17,6	22,5	25,1	21,8	18,1	18,6	17,1	16,4	14,7
Ahorro de las sociedades	45,07	49,3	49,0	34,3	34,5	44,2	47,4	44,7	44,5	51,5	51,3
Otras fuentes											
SUIZA:	35,43	36,4	34,9	43,6	39,5	36,6	32,1	31,9	32,1	31,7	35,5
Amortizaciones	18,60	22,0	21,5	29,7	22,1	19,1	16,2	15,3	14,9	13,9	14,3
Ahorro de las sociedades	45,97	41,6	43,6	29,7	38,4	44,3	51,7	52,8	53,0	54,4	50,2
Otras fuentes											
REINO UNIDO:	44,27	47,1	46,8	49,9	47,1	41,0	41,8	45,8	45,4	38,3	39,5
Amortizaciones	30,61	34,7	30,9	30,8	31,0	36,9	27,2	23,0	31,5	30,6	29,5
Ahorro de las sociedades	25,12	18,2	22,3	19,3	21,9	22,1	31,0	31,2	23,1	31,1	31,0
Otras fuentes											
ESPAÑA:	30,74	35,2	35,0	31,8	37,0	36,9	30,9	26,6	24,9	25,7	23,4
Amortizaciones	24,60	28,3	27,9	27,9	24,6	27,9	25,4	24,3	20,8	21,2	17,7
Ahorro de las sociedades	44,66	36,5	37,1	40,3	38,4	35,2	43,7	49,1	54,3	53,1	58,9
Otras fuentes											
MEDIA CONJUNTA:	39,25 %										
Amortizaciones	17,23 %										
Ahorro de las sociedades	43,52 %										
Otras fuentes											

Fuente: *Estadísticas de Cuentas Nacionales O.C.D.E., 1956-1965.*

Reino Unido, país verdaderamente apoyado en la autofinanciación, que mantiene la tasa más elevada (30 %), y el Japón, que con un 10 % ha mantenido muy restringida su financiación por «ahorro de las sociedades», utilizando más otras fuentes financieras. De aquí se debe deducir, en parte, la posición competitiva de la industria japonesa, que trabaja con márgenes de beneficios más cortos.

En cuanto a la segunda fuente de fondos disponibles, «el capital liberado por amortizaciones», es Estados Unidos el país que arroja el mayor porcentaje medio del período 1956-65 (54,7%), seguido de Gran Bretaña (44,3 %) y Francia (42,2 %). Son nuevamente dos países con las mayores tasas de crecimiento los que presentan los menores coeficientes medios de amortización, Alemania (39,5 %) y Japón (33,8 %). En cuanto a la evolución de la cuota de los fondos provenientes de la amortización dentro del cuadro financiero nacional, puede apreciarse una constancia del volumen proveniente de este fondo, con la excepción del Reino Unido, que reduce a niveles más próximos a los de otros países su cuota de amortización. Con la excepción de España, que presenta una financiación baja, proveniente de amortizaciones (1965 = 23,4 %), y los Estados Unidos, con un coeficiente alto (53,2 %), los demás países oscilan en magnitudes que van del 34 % al 44 %. Esto es, existe una gran similitud en cuanto a esta fuente financiera. Como consecuencia de la evolución de las dos magnitudes arriba mencionadas, se aprecia una clara tendencia a una mayor participación de las otras fuentes financieras para poder satisfacer las necesidades de los proyectos de inversión. Por las causas que más adelante veremos, se traza ya una tendencia que obliga a fortalecer más las fuentes de financiación por nuevas aportaciones, o ajenas a lo que ha sucedido hasta comienzos de la actual década.

En el enfoque «empírico» realizado por la OECD se describen claramente estas estructuras nacionales y sus tendencias. En el intento de querer asignar a las fuentes de financiación interna un campo de actividad más bien de mantenimiento y a las fuentes externas los cambios estructurales y básicos de los sistemas productivos, pueden explicar algunos aspectos de la situación industrial actual (43).

(43) Las fuentes financieras exteriores se consideran como apropiadas para los grandes cambios de circunstancias externas o en política interna; en especial las condiciones de competencia más intensa en el Mercado Común, cambios de *large scales* en la técnica, tal como automatización, y cambios en la localización industrial.

(OECD: «International Report...», ob. cit., p. 168).

PARTE II

FINANCIACION Y SUS FORMAS

a) ¿Qué se entiende por financiación?

Tanto en la teoría como en la práctica económica se ha entendido por financiación hasta el período de entre ambas guerras mundiales las adquisiciones de capital a largo plazo. Esto ha sido debido principalmente a que el mercado monetario y el de capitales se encontraban claramente definidos y diferenciados. Este concepto de financiación se ha transformado bajo la presión de los procesos económicos de la cuarta década de este siglo, tales como las medidas estatales, fiscales, inflación, etc. Los viejos principios financieros se han transformado, los antiguos conceptos han adoptado otro contenido bajo la presión de la escasez de capitales que ha llevado a implantar soluciones de urgencia, que no se pueden considerar, ni mucho menos, como definitivas.

Es Schmalenbach (1) quien amplía el contenido de financiación al crédito a corto plazo, aunque si bien con ciertas limitaciones (2). En la literatura económica se distingue entre el concepto de financiación «clásico» y el actualmente dominante (3).

Bajo el primero se entiende como financiación todo aprovisionamiento de la empresa con capital, siendo éste la suma de los valores abstractos del patrimonio utilizado en una empresa. Por consiguiente, se comprende como proceso de financiación todas aquellas operaciones que modifican el pasivo del balance. La enseñanza actualmente dominante sobre la financiación, le depara un campo mucho más amplio, comprendiendo no solamente aquellas adquisiciones de capital como tales, sino que comprende también todas aquellas operaciones y disposiciones de capital, considerándose de importancia secundaria, si la financiación tiene lugar por medio de una transferencia de dinero en

(1) SCHMALENBACH, E.: *Finanzierungen*, 5.^a ed. Leipzig 1932.

(2) Ver BECKMANN, L.: «Finanzierung», *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 3.^a ed. Stuttgart 1956.

(3) HAX, K.: «Finanzwirtschaft», en: *Handbuch der Wirtschaftswissenschaften*, ed. por Hax, K., y Wessels, Th., Colonia y Opladen 1958, p. 462 s.

metálico, contable u otros sustitutivos monetarios o por la aportación de valores materiales o inmateriales a la empresa (4).

Por consiguiente, el concepto de financiación abarca todas las formas de adquisición de capital a corto, medio y largo plazo, así como todas las disposiciones de capital en la empresa, además de la planificación financiera y el control sobre la utilización del capital y su devolución en la fecha exigida. *Gutenberg* amplía el concepto de financiación abarcando todas las medidas y disposiciones que regulan el aprovisionamiento de la empresa con capital, en las que incluye todos los procesos financieros (5). Para Hax el concepto de financiación en el sentido clásico es lo que constituye el cubrimiento de las necesidades financieras, mientras que en el sentido amplio de financiación considera el cubrimiento de las necesidades de capital (6).

Como se deduce de la breve exposición sobre el concepto de financiación, el objeto de la misma es siempre cada una de las empresas, en el más amplio sentido, como unidades económicas. Por consiguiente, nos hallamos ante un fenómeno económico singular, aunque si bien produce consecuencias económicas globales, esto es, en el proceso económico global y viceversa y su configuración depende de las decisiones político-económicas.

b) Formas de financiación

De la concepción «clásica» de la financiación se derivaban dos formas de realizar la aportación financiera: la financiación propia y la ajena, esto es, está definida por la relación en que se encuentra el capitalista con respecto a la empresa (7). Schmalenbach (8) considera la autofinanciación y la financiación ajena, incluyendo en la primera toda

(4) BECKMANN, L.: «Finanzierung», ob. cit., columna 1831.

(5) GUTENBERG, E.: «Finanzierung und Sanierung», en: *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 2.^a ed. Stuttgart 1938, columna 1742. Además ver el amplio análisis expuesto en «Economía de la Empresa-Teoría y práctica de la gestión empresarial». Bilbao 1964, p. 119.

(6) HAX, K.: ob. cit., p. 467.

(7) SANCHEZ-PEDREÑO define la autofinanciación como el mercado de capitales en que las ofertas y demandas, individualmente consideradas, coinciden en la misma persona (Sánchez Pedreño: «El mercado español de capitales», en: *Anales de Economía*, julio-septiembre 1963).

(8) SCHMALENBACH, E.: «Die Beteiligungsfinanzierung», Colonia y Opladen 1954, p. 10.

aquella elevación de capital que resulta de la empresa misma. Gutenberg (9), por su parte, distingue entre:

- a) financiación propia por aportación del empresario desde el exterior de la empresa;
- b) autofinanciación; y
- c) financiación ajena.

Las dos primeras formas son, por naturaleza, formas de financiación de a largo plazo. Se puede distinguir claramente por el origen del capital la *Financiación endógena*, cuando los medios necesarios fluyen del proceso empresarial, y la *exógena*, por el contrario, cuando los medios financieros se le inyectan a la empresa desde el exterior a la misma. En la primera forma se debe distinguir, si el capital que se forma es debido a una liberación de capital que en su día invirtió la empresa, *capital liberado* (amortización) o bien si se forma dentro del proceso productivo y se dispone durante más o menos tiempo por la empresa, *financiación por beneficios* retenidos (autofinanciación).

En cuanto a la segunda forma de financiación, la *exógena*, se ha de distinguir según el grado de riesgo que acompaña al capital aportado: *financiación por participación*, con un grado primario de riesgo y *financiación crediticia*, con un grado secundario.

La duración de la cesión del capital define tres formas de financiación: la financiación a plazo corto, medio y largo, que aunque si bien se puede aplicar a ambas formas, la endógena y la exógena, tiene una importancia especial por lo que se refiere a la financiación crediticia. A este respecto, no existe un criterio universal, no pudiéndose señalar, por consiguiente, períodos de distinción (10).

(9) GUTENBERG, E.: «Economía de la Empresa», ob. cit., p. 148 ss.

(10) Tanto en la teoría económica como en la práctica existen los criterios más diferenciados sobre los límites del plazo corto, medio y largo. El Banco Central Alemán considera los plazos de hasta 6 meses, hasta 4 años y más de 4 años para la definición de corto, medio y largo. No cabe la menor duda de la evolución de estos plazos con el tiempo y la situación económica.

Ver también GUTENBERG, E.: «Economía de la Empresa», ob. cit., p. 126 ss. Señala como cesión de capital a corto, medio y largo plazo cuando los períodos de tiempo correspondientes son de menos de 1 año, de 1 a 5 años y más de 5 años. Con esto solamente se facilitan desde el punto de vista de la Economía de la Empresa unos puntos de referencia muy operacionales. En 1954, Mellerowicz señalaba plazos de 90 días para corto, de 90 a 180 para medio, y largo plazo para más de 1 año. (MELLEROWICZ, K.: «Allgemeine Betriebswirtschaftslehre», Berlín 1954, tomo 3, p. 53).

Hax (11) distingue, según el moderno concepto de financiación, las siguientes formas:

A) Financiación interna:

1. Financiación procedente de las ventas (sobre el precio).
 - a) Financiación por retención de beneficios;
 - b) financiación por la formación de reservas y fondos;
 - c) financiación de amortizaciones.
2. Financiación por modificaciones en el patrimonio.
 - a) Disminución del patrimonio necesario a la explotación;
 - b) venta de parte del patrimonio no necesario.

B) Financiación externa:

1. Financiación propia (nuevas aportaciones de capital por el empresario).
2. Financiación por crédito (financiación a través del mercado de capitales).
 - a) Financiación por participación.
 - b) Financiación ajena.

Con esta exposición recopilativa quedan claramente definidas las formas y fuentes de financiación de la empresa. Es el conjunto financiero A.1. el que aquí nos ocupa.

DEFINICION Y DELIMITACION DEL CONTENIDO DE LA AUTOFINANCIACION

En este apartado vamos a analizar el contenido propiamente dicho de la autofinanciación, sus componentes e intentar una clasificación de la misma por sus objetivos, por un lado, y por las características más comunes de las empresas, por otro. Es preciso que se analice su estructura «material» para pasar luego a analizar si es viable o posible lo que se busca con tanta ansiedad: *¿Existen reglas o criterios lo suficientemente válidos que permitan, dentro de determinados límites, fijar cuál debe ser la estructura financiera de la empresa, y con ello, cuáles deben ser las fuentes financieras que deben dinamizar esas estructuras?* Si existiesen tales reglas o criterios sería relativamente fácil que

(11) HAX, K.: «Finanzwirtschaft...», ob. cit., p. 471.

los responsables de la política económica de un país pudieran adoptar las medidas precisas para conseguir sus objetivos sin grandes riesgos de medidas fallidas.

Sobre el concepto de la "Autofinanciación"

Aunque no vamos a entrar aquí en una discusión exhaustiva de las diferentes definiciones y, consiguientemente, contenido dado a la autofinanciación, sí nos conviene dejar señalada la delimitación de la autofinanciación en este trabajo. Esto es, ¿qué se entiende por autofinanciación?

En su obra pionera Schmalenbach (12) señala que la delimitación del concepto «autofinanciación» no está claramente definida (13). Ciertamente tampoco le da mucha importancia a esta imprecisión, ya que para él en Economía de la Empresa todos los conceptos utilizados son típicos conceptos finales o determinantes del objetivo perseguido. El concepto «autofinanciación» era ya entonces distinto de lo que se comprendía en el lenguaje ordinario (14). En la práctica no sólo se hablaba de autofinanciación cuando no se repartía parte o el todo de los beneficios, sino también cuando el empresario no retiraba parte de su «salario». Sin embargo, no se hablaba de autofinanciación cuando el dinero proveniente del reparto de beneficios se volvía a entregar a la empresa.

Ya antes de 1914 jugó un gran papel la autofinanciación: Las sociedades debían garantizar a sus accionistas una política de dividendos estables, ya que los ingresos por acciones constituían ingresos más o menos fijos, rentas seguras del capital. Por consiguiente, en los años buenos se reservaba parte del mismo para garantizar en años malos la continuidad de la política de dividendos. Por el contrario, después de la Primera Guerra Mundial se estableció una cierta desconsideración hacia el accionista (15). La debilidad del mercado de capitales prometía

(12) SCHMALENBACH, E.: «Die Beteiligungsfinanzierung», 8.ª ed. Colonia-Opladen 1954.

(13) SCHMALENBACH, E.: ob. cit., p. 11.

(14) SCHMALENBACH, E.: ob. cit., p. 10 s.

(15) Buena prueba de ello constituyen las anteriores reformas de la Ley de S. A. Alemana, que en buena parte se han considerado en la vigente Ley de S. A. Española. Ver GARCIA ECHEVARRIA, S.: ob. cit., y FERNANDEZ PEÑA, E.: «La información económica en la Ley de Sociedades Anónimas. Su falta

pocas posibilidades a la empresa. Schmalenbach define duramente esta situación: «Cuando se necesita al accionista, se le trata bien; si no se le necesita se le trata mal» (16).

Después de la gran crisis, sobre todo a partir de 1933, con un nuevo período de auge, se abren las puertas a la autofinanciación en una medida hasta entonces desconocida. Es, sin embargo, después de la Segunda Guerra Mundial cuando la «autofinanciación» se convirtió en una «necesidad», sobre todo, en el largo período de la reconstrucción europea al amparo de fuertes ventajas fiscales y a la penuria del mercado de capitales, lo que ha llevado, en muchos casos a «autofinanciación» que más valiera que no se hubiera realizado. Esto ha contribuido, sin duda, a un retraso en la implantación de un dinámico mercado de capitales y a la «demora» en buscar otros «mercados» lo suficientemente organizados que propaguen nuevas fórmulas de financiación, sobre todo, a las empresas con difícil o imposible acceso al mercado de capitales.

La definición de Schmalenbach para la autofinanciación ha sido más o menos aceptada por los más destacados autores; «Autofinanciación consiste en que una sociedad solamente reparte una parte de sus beneficios» (17). Esta misma definición da Gutenberg (18), denominándola también «formación interna de capital». Malissen la define como «los beneficios netos anuales de las sociedades no distribuidos» (19); Grange (20) y Brochier (21) entienden por autofinanciación un concepto semejante: «La inversión en una empresa de capitales obtenidos de los beneficios realizados». Otros autores como Valley (22) y Jousset (23), aunque de épocas diferentes, dan mayor contenido a la autofinanciación.

de originalidad y rigor científico», discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de Barcelona, leído el 16 de diciembre de 1966.

(16) SCHMALENBACH, E.: ob. cit., p. 12.

(17) SCHMALENBACH, E.: ob. cit., p. 11.

(18) GUTENBERG, E.: «Einführung in die Betriebswirtschaftslehre», Wiesbaden 1958. Teoría y práctica de la gestión empresarial, Bilbao 1964.

(19) MALISSEN, M.: «L'autofinancement des sociétés en France et aux Etats-Unis», París 1953, p. 10.

(20) GRANGE, M.: «L'autofinancement des entreprises», París 1943, p. 9.

(21) BROCHIER, A.: «Autofinancement des entreprises et théorie économique», en Revue Economique núm. 5, París 1957, p. 613.

(22) VALLEY, J.: «Amortissement, autofinancement, dévaluation», París 1946, p. 46.

(23) JOUSSET, B.: «Haro sur l'autofinancement», en: Jeune Patron, número 155 (año 16, mayo 1962, p. 27).

El primero la define como la «diferencia entre el activo necesario y la suma de las aportaciones recibidas» y, el segundo, como la «diferencia entre el precio de venta total, deducidos los impuestos, y el precio de coste total», esto es, incluyendo las amortizaciones. Por su parte Corbin (24) entiende por «autofinanciación los medios de financiación provenientes de beneficios atesorados» y en una segunda interpretación, cuando una partida del activo necesaria a la explotación normal se adquiere con medios monetarios provenientes del atesoramiento de beneficios y de las amortizaciones.

Por su parte, Simon (25) limita, como los autores del primer grupo, la autofinanciación a la financiación de la empresa mediante la retención total o parcial de los beneficios contables de la explotación. Röpke (26) denomina a la autofinanciación «formación de capital monetario dentro de la misma empresa que utiliza el capital». Sin embargo, ya W. Hasenack (27), en su nueva definición, se sale de este contenido, considerando que la autofinanciación abarca «no sólo la financiación mediante la retención e inversión de beneficios, sino también la financiación producida por transformaciones en la situación patrimonial y mayor rotación del circulante...». Mientras que Prion (28) habla de «adquisición de capital de los propios superávits», Theissinger (29) va más lejos al incluir en el concepto de autofinanciación no sólo la retención de beneficios, las disponibilidades derivadas de variaciones en la estructura del inmovilizado o circulante, sino que además incluye la utilización de los medios financieros. Schmolders (30) rechaza, acertadamente, este contenido, ya que se trata de procesos de adaptación, de sustitución de la fuente de financiación y no de autofinan-

(24) CORBIN, Ch.: «Financement, Autofinancement et Administration des Grandes Entreprises», París 1954, p. 81 ss.

El enfoque de Corbin se dirige a la determinación de la autofinanciación a través del balance.

(25) SIMON, Ph.: «L'autofinancement», en: «Le financement des entreprises et le marché commun», París 1963, p. 77.

(26) RÖPKE, W.: «Theorie der Kapitalbildung», Tübingen 1929, p. 10.

(27) HASENACK, W.: «Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis», cuaderno 3, 1958, p. 179.

(28) PRION, W.: «Selbstfinanzierung der Unternehmung», en: «Kapital und Kapitalismus», Berlín 1931, p. 2.

(29) THEISSINGER, K.: «Selbstfinanzierung», en: «Leistungswirtschaft», 1942, p. 242.

(30) SCHMÖLDERS, G.: «Volkswirtschaftliche Probleme der sogenannten Selbstfinanzierung», en: «Moderne Investitionsfinanzierung», Colonia 1958, páginas 23 ss.

ciación como proceso de ahorro de la empresa. Mellerowicz (31) ve como Theissinger en la autofinanciación un «verdadero proceso de ahorro de la empresa que conduce a una nueva formación de capital». Desde el punto de vista de la política económica define Hegner (32) «por autofinanciación la creación de medios de cambio y financieros de las empresas resultantes de sus propios beneficios (no distribuidos), pudiendo llevar éstos a la promoción de capital».

De este rápido recorrido de los principales autores se aprecia una disparidad de criterios en cuanto al contenido de la autofinanciación lo que provoca, sin duda, falsas interpretaciones y lamentables discusiones (33).

Dentro de la financiación propia de la empresa, esto es, medios financieros aportados por el empresario, está comprendida la autofinanciación, como beneficios no retirados. Por tanto, debemos diferenciar la autofinanciación en un sentido ortodoxo y estricto de la Economía de la Empresa como *la formación de capital propio dentro de la empresa misma mediante la no distribución de beneficios*. En términos de la contabilidad nacional: «ahorro de las sociedades». Los medios de la autofinanciación tienen su origen en los ingresos por ventas, constituyendo «la autofinanciación una consecuencia deseada de la decisión primaria empresarial, de utilizar capital en la empresa con el fin de incrementarlo en favor del empresario» (34). Para Fettel la obtención de beneficios es ya autofinanciación, lo que perdura mientras quedan a disposición de la empresa. En lugar de «auto»-financiación debiera denominarse «financiación por beneficios» en contraposición a «Financiación por aportaciones» (35).

Como se deduce la delimitación de la autofinanciación a la retención de beneficios es el contenido *ortodoxo* de la misma. Lo que sucede es que últimamente se incluye bajo la denominación de auto-financiación

(31) MELLEROWICZ, K.: «Selbstfinanzierung der Industrie», en: «Die Finanzierung des Betriebes», Berlín 1942, pp. 196 ss.

(32) HEGNER, F.: «Die Selbstfinanzierung der Unternehmung als theoretisches Problem der Betriebswirtschaftslehre und Volkswirtschaftslehre», Berna 1946, página 103.

(33) FETTEL, J.: «Die Selbstfinanzierung der Unternehmung», en: «Zeitschrift für Betriebswirtschaft», 1962, núm. 10, p. 553 ss.

(34) FETTEL, J.: ob. cit., p. 554.

(35) FETTEL, J.: ob. cit., p. 559.

también la «financiación por amortizaciones» y la «financiación por fondos de previsión». Ciertamente que las tres fuentes de financiación tienen su origen en el «interior de la empresa misma», pero su problemática es, sin duda, diferente como veremos a continuación.

Por lo que creemos conveniente limitar aquí el contenido de autofinanciación a los medios financieros provenientes de los beneficios, considerando separadamente los medios financieros liberados por las amortizaciones y los provenientes de fondos de previsión (36), por sus características peculiares.

También se habla en la práctica industrial de «autofinanciación neta», para los medios provenientes de beneficios no distribuidos y «autofinanciación bruta» cuando se incluyen las amortizaciones y otros fondos. Sin embargo, hay que reconocer que en la práctica es difícil separar claramente los distintos conceptos (37), como a continuación exponemos debido a la estrecha vinculación de los tres componentes y, sobre todo, por la problemática de la determinación del «beneficio» y su repercusión en esos tres componentes.

Existen recientemente una serie de autores que consideran confusionalista la interpretación de la autofinanciación como equivalente a beneficios retenidos. Así Fettel propone definir con el término autofinanciación, sobre todo, por el significado del prefijo «auto», la financiación por los ingresos por ventas: «Los ingresos por ventas en su conjunto constituyen medios financieros de cuya aplicación depende el crecimiento, la continuidad en el mismo volumen o la disminución de la empresa, en su capacidad de adaptación a las cambiantes situaciones de mercado» (38). En este sentido clasifica también Weilbach la autofinanciación, la cual abarca tanto la financiación por superávits (beneficios) como la financiación «de cubrimiento» (sustitutivo del gasto efectuado), considerando que de la mala interpretación y diferenciación de estos dos componentes de la autofinanciación surgen las confusio-

(36) OETTLE, J. K.: «Selbstfinanzierung», en: «Handwörterbuch der Betriebswirtschaft», columna 4869.

(37) «Die Selbstfinanzierung in der Bundesrepublik und im Ausland», ed. por Deutsches Industrie Institut, «Beitraege», cuaderno 3, 1963, p. 3.

(38) FETTEL, J.: ob. cit., p. 559.

nes (39). Esto es, al igual que Fettel, considera la corriente de ingresos como medio de financiación «auto» y no sólo los provenientes de beneficios. Interpretación interesante más desde el punto de vista de la dinámica de la planificación financiera de la empresa que desde el punto de vista del enjuiciamiento de la autofinanciación como instrumento financiero, que es lo que aquí nos ocupa.

FORMAS Y OBJETIVOS DE LA AUTOFINANCIACION: PROBLEMÁTICA DE LA DETERMINACION DEL BENEFICIO

La «formación de capital interior» puede hacerse a través de la constitución de reservas expresas y / o de reservas tácitas u ocultas (40). La primera se refleja contablemente en el balance en cuenta de reservas en las sociedades de capital social fijo, mientras que en las sociedades con capital variable se reflejan en las cuentas de capital. Las reservas tácitas u ocultas se producen por una baja valoración de valores del activo, y / o bien, por una sobrevaloración de posiciones del pasivo. Por tanto, estas últimas no se pueden deducir del balance, constituyendo, en muchos de los casos, partes reales decisivas del patrimonio empresarial. Con el fin de regular esta situación la nueva legislación de Sociedades Anónimas Alemana prohíbe la creación de nuevas reservas ocultas (41), tendencia que empieza a predominar en el legislador europeo.

Desde el punto de vista de la empresa se puede considerar que la formación de reservas destinadas a asegurar a la empresa frente a situaciones difíciles, es medida que cae dentro de la actuación responsable del empresario. Sin embargo, esta fuente financiera alberga en sí, junto a ventajas, una serie de problemas que se tratarán más adelante. Uno de los inconvenientes más graves de la creación de fuentes de finan-

(39) WEILBACH, E.: «Permanente Kapitalbedarfsrechnung», Berlín 1965, página 40 ss.

HASENACK, W.: «Der Begriff der Selbstfinanzierung als Ursache gefährlicher Missverständnisse», en: BFuP 1958, p. 673.

(40) Ver a este respecto la amplia exposición realizada por FERNANDEZ PIRLA, J. M.: «Teoría Económica de la Contabilidad», Madrid 1967, 5.ª ed., páginas 348 ss.

(41) GARCIA ECHEVARRIA, S.: ob. cit., p. 283.

ciación provenientes de la retención de beneficios a base de reservas ocultas es, precisamente, el que los responsables de la empresa pueden en todo momento cubrir fallos o reveses económicos, del tipo que sean, mediante la disolución de reservas ocultas.

Las causas de las reservas ocultas son: a) reservas obligadas, por motivos jurídicos, fiscales, etc.; b) reservas estimadas como convenientes, para permitir una zona de juego económico; y c) reservas arbitrarias cuando su volumen excede el importe que se estima necesario económicamente para la empresa.

En cuanto a la valoración o enjuiciamiento de las reservas tácitas u ocultas se tienen dos justificaciones: a) motivos psicológicos; y b) cubrimiento discreto de pérdidas, frente a dos desventajas: a) abusos de la utilización de estos fondos reales; y b) su actuación contra el principio básico de la «veracidad del balance». El peso de estos últimos argumentos soslaya muy frecuentemente las ventajas de los justificantes, por lo que la tendencia actual del legislador es de limitar la creación de estos fondos a la mínima expresión que sea posible, base, sin duda, necesaria, para un fortalecimiento de las fuentes financieras exteriores.

En cuanto a los *objetivos* de la autofinanciación como fuente financiera de la empresa se pueden considerar dos como principales: a) «*autofinanciación de mantenimiento*», esto es, financiación de inversiones meramente destinadas a mantener el valor productivo de la empresa; y b) «*autofinanciación de expansión*», esto es, financiación de inversiones de ampliación o racionalización de los procesos productivos. A esta última forma podemos llamarla también «autofinanciación del crecimiento empresarial». Sobre este aspecto volveremos más adelante.

Tres son los grandes capítulos en los que se pueden agrupar los componentes de la autofinanciación (42): 1) la retención de beneficios o autofinanciación en el sentido ortodoxo; 2) la «autofinanciación» proveniente de «amortizaciones realmente ganadas»; y 3) la «financiación de fondos de previsión a largo plazo». Por ser diferente su caracterización y problemática vamos a tratar a continuación brevemente cada uno de estos componentes.

(42) GUTENBERG, E.: «Economía...», ob. cit., p. 120 s.

Aunque si bien esta clasificación a primera vista parece clara y concreta conceptualmente, sin embargo, a la hora de calcularlos difícilmente pueden especificarse los importes correspondientes. Lo que constituye denominador común de la «financiación interna» es la *problemática de la determinación de los beneficios*. Frente a las dificultades contables existentes para poder delimitar según el principio «de cargar a cada período o ejercicio con los gastos e ingresos correspondientes que se han originado realmente», lo que es beneficio del período, la conocida problemática de valoración del circulante, desvirtúa la veracidad necesaria (43). El hecho adicional de que al fin de cuentas la «cuenta de resultados» es una «cuenta monetaria» en la que no se reflejan las oscilaciones del «valor monetario», por lo que en períodos inflacionistas no se puede saber cuál es el capital «real», ya que lo único que se conoce es el «nominal» (44). De donde se deduce el eminente peligro de «beneficios o pérdidas ficticias» y, como consecuencia, actuar con «autofinanciación ficticia» lo que provoca el conocido hecho de la disminución sustancial del capital productivo.

a) **Autofinanciación en el sentido estricto, esto es, beneficios retenidos**

Del cuadro expuesto anteriormente sobre la estructura de financiación se deduce la relativa importancia que juega, con las variantes características de cada país, el ahorro de las empresas o financiación de superávits. Significa financiación mediante nuevos medios creados en el proceso productivo los cuales se atesoran en la empresa. Esta forma de autofinanciación, esto es, la autofinanciación en su sentido estricto, tiene lugar en todas las formas jurídicas de empresas. Es, sin embargo, en las empresas con difícil acceso al mercado de capitales en las que alcanza su mayor importancia, y en las que no solamente encuentran justificación, sino que son indispensables para la empresa. En las sociedades personales no presenta problemática, ya que las retenciones suponen una forma de financiación por aportación, por lo que se confunde la autofinanciación por retención de beneficios con la financiación por aportación de capital de los partícipes o partícipe.

(43) Ver FERNANDEZ PIRLA, J. M.: ob. cit., pp. 187 ss.

(44) SCHMIDT, F.: «Organische Tageswertbilanz», 4.ª ed. Wiesbaden 1951.

La problemática se presenta en las sociedades de capital, esto es, en las anónimas y otras formas jurídicas semejantes. Y ello como consecuencia de la forma en que se refleja en la técnica contable y, consiguientemente, en la presentación de cuentas, las cantidades atesoradas: reservas expresas o reservas tácitas u ocultas. En el primer caso queda reflejada la retención y, por tanto, la parte correspondiente a las aportaciones de capital. Es en el caso de las reservas ocultas donde surge la problemática de la autofinanciación, por las causas que originan su creación, así como por la imposibilidad de su determinación y control, ya que quedan a disposición de los responsables del proceso productivo, pudiendo ocultar en otros períodos resultados desfavorables.

Entre las causas que condicionan la fuerte retención de beneficios en la segunda postguerra se pueden citar: a) el elevado nivel de beneficios en la postguerra; b) la demora que se produce entre el momento de la generación del beneficio durante el ejercicio y su distribución; c) la presión fiscal ejercida sobre las rentas provenientes del capital y d) la insuficiencia del mercado de capitales, consecuencia, a su vez, de la no distribución de los beneficios producidos. Es, sin embargo, la política de dividendos (45) la que influye notablemente sobre la distribución de beneficios, centrándose aquí el problema de quién determina el dividendo, y de quién determina el beneficio, ya que la inexistencia de un modo normalizado para la determinación del beneficio facilita enormemente la «regularización» del beneficio y del dividendo (46).

b) Autofinanciación en su sentido amplio, esto es, por los medios financieros liberados por las amortizaciones

Sin duda, el capítulo de capital «liberado» en la empresa por la amortización constituye el componente más decisivo dentro de los medios disponibles por la financiación creada en el proceso productivo (47). Por consiguiente, se centra aquí la atención a la problemática

(45) PORTERFIELD, J. T. S.: «Investment Decisions and Capital Costs», New Jersey 1965, pp. 85 ss.

(46) MALISSEN, M.: «L'autofinancement...», ob. cit., p. 205 ss.

(47) El primero que llamó la atención sobre esta fuente de financiación al liberarse constantemente el capital fue Polak. Los estudios iniciados han sido seguidos por Rutchi, Lohmann, Neubert, Langen, etc.

(POLAK, N. J.: «Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer», Berlín - Viena 1926).

de la amortización, por un lado, en cuanto a su determinación y, por otro, en cuanto a su relación con el crecimiento económico. No en vano lo denomina Walb «el eterno problema de la amortización». Las medidas fiscales y económicas tendentes a elevar el nivel de crecimiento se discuten en torno al problema de las amortizaciones, ya que éstas a partir de 1945 juegan nuevamente un papel más decisivo en la financiación de las inversiones.

Aunque ello sea brevemente, consideremos la problemática que encierra la determinación del volumen de las amortizaciones. La actuación empresarial es que partiendo de las amortizaciones del año anterior y del beneficio previsto, acostumbran los empresarios a determinar el importe que pueden alcanzar las amortizaciones en el nuevo período, esto es, los importes que se disponen para los objetivos de inversión (48); de donde se deduce la denominación de «financiación mediante amortizaciones», el conocido por efecto Lohmann-Rutchi (49). Sin embargo, se ha de considerar que no se trata de una financiación definida por una «regularidad establecida», como afirman algunos autores (50), sino que se trata de una regla intuitiva, debido a la falta de un eficaz cálculo de liquidez. Los cálculos de rentabilidad (basados en ingresos y gastos, no pagos y cobros) y los de liquidez, son dos instrumentos independientes y no se deben mezclar, como sucede cuando se habla de financiación de las inversiones mediante amortizaciones: «las inversiones hay que pagarlas con dinero» (51). Por tanto, en un

(48) GUTENBERG, E.: «Untersuchungen über die Investitionsentscheidungen industrieller Unternehmen», Köln y Opladen 1959, p. 173.

(49) RUCHTI, H.: «Die Abschreibung», Stuttgart 1953. Rutchi demostró, basándose en los balances de una acería, que los medios liberados por las amortizaciones poseen la tendencia a ampliaciones de inmovilizado que alcanzan 1,6 hasta 1,8 del valor de partida. Esto siempre que se den las siguientes premisas: 1) Que la primera adquisición se haya financiado totalmente con medios propios; 2) que las amortizaciones se calculan en su volumen real; 3) que los medios financieros liberados por las amortizaciones se vuelvan a invertir. El «efecto Rutchi» se basa en el hecho de que una máquina se compra como un todo indivisible. (Ver RUCHTI, H.: «Die Abschreibung», 2.ª ed., Stuttgart 1948, y GUTENBERG, E.: «Economía de la empresa», ob. cit., pp. 156 ss.).

(50) LANGEN, H.: «Die Kapazitätsausweitung durch Reinvestition liquider Mittel aus Abschreibung», en: «Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung 1953, p. 49.

Ver también HAX, K.: «Die Bedeutung der Abschreibungs- und Investitionspolitik für das Wachstum industrieller Unternehmungen», en: «Industriebetrieb und industrielles Rechnungswesen», Köln-Opladen 1961.

(51) ALBACH, H.: «Investition und Liquidität», Wiesbaden 1963, p. 91.

primer lugar hay que diferenciar entre volumen de amortización deducido de los cálculos de rentabilidad previstos y los fondos líquidos disponibles (52).

Amortizaciones son el consumo en valor de los bienes económicos del inmovilizado. Para que constituya un valor real la empresa lo tiene que recuperar en sus ingresos, por lo que la definición de Quesnot se acerca más a esta situación real al definir la amortización como «la afectación de un beneficio a la reparación de un activo desaparecido» (53). En la amortización se pueden señalar dos componentes: El importe de *amortización necesaria*, que viene constituido por aquel gasto que de acuerdo con el principio de la delimitación justa del gasto en los períodos se debe considerar como gasto y la *amortización no necesaria*, que es aquel gasto que se calcula en el período, pero que desde el punto de vista de la Economía de la Empresa no es gasto del período. A su vez la amortización necesaria se compone de aquel importe deducido del plan de amortización correspondiente al período y de la *amortización extraordinaria* que corresponde a un importe económico justificado, pero que no se había previsto (54).

La determinación del volumen que deben alcanzar los importes de amortización constituye uno de los puntos más discutidos: por un lado, por la dificultad de su determinación objetiva y, por otro, por constituir dentro del marco de la autofinanciación el instrumento más preferido por la política económica y, sobre todo, fiscal para tratar de influir sobre el nivel de la actividad inversora del país o sector.

Veamos ahora el primer aspecto: ¿Qué magnitudes determinan el volumen de amortización?: a) El importe del bien a amortizar; b) la determinación del período de vida del bien; y c) el método de amortización seguido (55). Analicemos brevemente estos componentes.

En cuanto a a): La suma a amortizar es la diferencia entre el valor actual del inmovilizado y el valor residual. Sin embargo, en la legislación

(52) Ver a este respecto FERNANDEZ PIRLA, J. M.: ob. cit., pp. 252 ss., donde analiza la función financiera de amortización.

(53) QUESNOT, L.: «Administration financière», París 1954, p. 355.

(54) FERNANDEZ PIRLA, J. M.: ob. cit., pp. 497 ss., y ver a este respecto la interesante aportación de Pirla al señalar la importancia y problemática entre la amortización técnica y la financiera.

(55) Ver RIEBEL, P.: «Die Problematik der Normung von Abschreibung», Stuttgart 1963, pp. 55 ss.

fiscal y en las leyes mercantiles la suma a amortizar está definida por el valor de adquisición del bien, con lo que nos encontramos en épocas de alteraciones del valor monetario y de variaciones del valor de los bienes ante la problemática de dar preferencia al *mantenimiento del capital nominal o al mantenimiento del valor sustancial de la empresa*. Las regularizaciones de balances practicadas en diversos países, en su intento de salvar esta situación, no han hecho más que paliar muy parcialmente y, a veces desfasada en el tiempo, esta situación, creando al mismo tiempo graves problemas a las empresas cuando esta operación se realiza en épocas de bajos beneficios. Por otro lado, la evolución técnico-económica de los diferentes sectores industriales ha conducido al legislador a dejar libertad absoluta en cuanto a la forma y tiempo de practicarla (56).

Por tanto, el establecimiento de normas para determinar la suma a amortizar es relativa, debiéndose actuar según Hax (57) bajo el criterio del «*mínimo doble*», esto es, en situaciones de tendencias crecientes de precios según el *precio de reposición* y, en tendencias del nivel de precios a la baja, según el precio de adquisición, con lo que se pretende, en principio, armonizar la exigencia de protección al acreedor y la del mantenimiento sustancial de la empresa. A ello hay que añadir la dificultad de definir el valor residual.

Por tanto, el primer componente determinante del volumen de amortización, la suma a amortizar, es imposible de normativizarse y ser determinada de forma absoluta en cada período.

En cuanto a b): Factores técnicos y económicos son la causa de la vida de un bien del inmovilizado. La tendencia a *normativizar* estos períodos, sobre todo por necesidades fiscales, ha llevado a fijar directamente períodos de vida para cada bien de producción, unas veces con gran diferenciación sectorial, otras con normas universales, y otras mediante la fijación de coeficientes máximos y mínimos.

Los factores técnicos que determinan el período de vida pueden agruparse en los siguientes (58): 1) las características del bien; 2) medio

(56) Ver FERNANDEZ PIRLA, J. M.: «Comentarios a la Ley de Regularización de Balances. Su problemática económica, contable y fiscal», Barcelona 1963.

(57) HAX, K.: «Die Substanzerhaltung des Betriebes», Colonia y Opladen 1958.

(58) RIEBEL, P.: «Die Normung...», ob. cit., p. 75.

ambiente en el que se utilizan; 3) tipo y grado de su utilización; 4) cuidado y mantenimiento; y 5) envejecimiento del bien. Ahora bien, los estudios estadísticos realizados llevan a la conclusión de que «ni para una explotación y menos para un sector económico se puede llegar a determinar el período de vida técnico de un bien» (59). En cuanto a los factores económicos se tienen: a) el desplazamiento de la demanda; y b) caída de precios de los productos que fabrica. Por lo que nos encontramos ante el hecho de que la determinación del período de vida económico de un proyecto de inversión constituye una *pura decisión empresarial*.

De aquí que Rieger llegue a la conclusión de la imposibilidad de poder determinar el beneficio del período y Schmalenbach, por su parte, deposite más interés en obtener *beneficios periódicos comparables* que los beneficios verdaderos del período. Por motivos prácticos se aplican diversos métodos que basados en determinadas hipótesis llevan a un resultado del período.

Por tanto la fijación del período de vida de un bien productivo es imposible a priori.

En cuanto a c): Más problemático es aún el tercer componente determinante de la amortización: la distribución temporal de la desvalorización económica del bien. Esto es, qué método o fórmula matemática se aplica (60).

El empresario ve que cuanto más se adentren en el futuro las consecuencias de sus decisiones, mayores son sus riesgos. Por tanto, trata de que el riesgo sea cubierto lo antes posible, lo que, desde el punto de vista del acreedor y del mantenimiento sustancial, actúa conforme al *principio de precaución* «amortizando» o, haciendo tanta «caja», como le sea posible en los primeros años.

La amortización lineal, que ha sido siempre la más generalizada, no es apropiada dada la inseguridad del futuro desarrollo y no satisface

(59) RIEBEL, P.: ob. cit., p. 10.

(60) Un detallado estudio Fernández Pirla, J. M., ob. cit., pp. 263 ss. Así Sánchez Asiaín, J. A., al estudiar la problemática de las amortizaciones en la economía empresarial llega a la conclusión de que la selección del método más adecuado «vendrá dada en función de la naturaleza del elemento llamado a amortizar...», por lo que «no puede pronunciarse un sistema sobre los demás» (SÁNCHEZ ASIAÍN, J. A.: «Sobre las amortizaciones en la Economía Empresarial», en: «De Economía», año VIII, septiembre-diciembre 1955, p. 653).

las necesidades que exige el principio de protección al acreedor y el del mantenimiento sustancial. Este método de amortización lleva a arrojar beneficios que aún no se han conseguido.

Es más, las *amortizaciones especiales o extraordinarias* solamente pueden ejercer una compensación formalista, ya que no pueden corregir a posteriori el hecho de que se hayan arrojado beneficios aún no conseguidos realmente y que en base a estos beneficios «ficticios», en parte, se hallan practicando una distribución de beneficios e impuestos dependientes de los mismos.

El otro método de amortización más tratado es el *método degradativo*, el cual, desde el punto de vista de la empresa, constituye la fórmula matemática más aceptable. Y ello, tanto más en el degradativo-geométrico que el aritmético, ya que los errores en el cálculo del período de utilización son menos peligrosos, siempre, claro está, que el tipo de amortización del primer año sea lo suficientemente alto.

La importancia y discusión sobre la utilización del método degradativo ha saltado una vez más del plano de la mera discusión a la hora de definir el instrumentario de una moderna política económica. En sus esfuerzos por dotar a los responsables de la política económica alemana del instrumentario adecuado para influir sobre la estabilidad económica (61) se han tropezado con la problemática de la amortización. Por su parte el Gremio de Expertos considera que «en el caso de que las amortizaciones fiscales exceden en los primeros años el consumo de capital y con ello se llegue prácticamente a un aplazamiento en el pago de impuestos o a un préstamo sin interés para la financiación de las inversiones, toda limitación de estas posibilidades significa la eliminación de un regalo de liquidez o subvención de interés» (62). Asimismo los diversos informes dimanados por parte de los poderes públicos alemanes llegan a la conclusión de que la amortización debe utilizarse como instrumento de política coyuntural (63) y que las amortizaciones deben practicarse sólo en aquel volumen considerado apropiado por la Economía de

(61) STERN, K., y MÜNCH, P.: «Gesetz zur Förderung der wirtschaftlichen Stabilität», Stuttgart 1967.

(62) Sachverständigenrat, «Stabilisierung ohne Stagnation», Stuttgart 1965, p. 117.

(63) Kommission für die Finanzreform, «Gutachten über die Finanzreform in der Bundesrepublik», Stuttgart 1966, 2.ª ed. Esta postura de manejar la amortización como instrumento coyuntural se considera como poco apropiado para la

la Empresa, con lo que pretenden eliminar todas las concesiones en amortización, ya que consideran que llevan a una autofinanciación no deseable. Por tanto, los responsables de la política económica consideran que en cada ejercicio solamente se deben amortizar aquellos importes correspondientes a la utilización que se ha hecho. Si bien se pide que se revisen las tasas de amortización, no se argumenta contra el método degresivo, lo que quiere decir que se admite, en principio.

Ahora bien, ¿es posible determinar de forma normativa los importes de amortización «justos» y se puede admitir desde el punto de vista de la Economía de la Empresa como correcto el método degresivo? La primera pregunta la hemos analizado anteriormente llegando a la conclusión de que, «toda normativa de la duración de la amortización, del tipo de amortización o fórmula es arbitraria» (64). Aquí nos encontramos ante un *problema de riesgo*, cuya solución es una decisión empresarial. Por tanto, cuando se le obliga a la empresa a someterse a una normativa más o menos rígida que conduce a una distribución o carga de impuestos sobre beneficios aún no realizados, surge la pregunta ¿quién responde de los daños que produce?

Desde el prisma empresarial la distinción entre la amortización fiscal, la amortización técnico-económica (amortización calculatoria) y la amortización empresarial (amortización en balance) debe tenerse siempre bien clara. Este último importe es el que fija el empresario, como decisión empresarial al final del ejercicio, a la vista de los resultados de su actuación (65).

estabilización coyuntural, por parte del Gremio de Expertos en contra de la oposición del Gobierno («Stabiles Geld - stetiges Wachstum», Jahresgutachten 1964-65, Stuttgart 1964, p. 123).

(64) RIEBEL, P.: ob. cit., p. 17.

(65) Valley, lamenta que «de estos tres procedimientos, el último es desgraciadamente el más utilizado. Es inútil tener que resaltar que su imprecisión va contra toda apreciación seria del fondo de renovación. «La influencia del volumen de beneficios y la situación fiscal define al azar la amortización decidida. (VALLEY, J.: «Amortissement...», ob. cit., p. 29).

Sin embargo, a la vista de la problemática expuesta sobre la imposibilidad de una «apreciación seria» u objetiva, es esta determinación única realmente realizada. En este sentido puede también interpretarse a Porterfield, al señalar que «es técnicamente correcto decir que la amortización no es por sí una fuente de fondos. Más bien sirve para reducir los beneficios y retenerlos como fuente financiera» (PORTERFIELD, J. T. S.: «Investment decisions...», ob. cit., p. 56).

Con el fin de incorporar esta problemática en el proyecto de Ley antes mencionado, pionero por su moderno planteamiento, se encargó por la comisión parlamentaria la redacción de un informe sobre la amortización degresiva (66). El autor llega a las conclusiones siguientes que reproducimos por su vital importancia:

1.º Desde el punto de vista de la Economía de la Empresa el método de amortización degresivo constituye un método de amortización necesario.

2.º Al aplicar el método de amortización geométrico-degresivo el tipo de amortización justificado desde el punto de vista de la Economía de la Empresa se encuentra entre dos y dos veces y media el tipo que se aplicaría en amortización lineal.

3.º Dada la influencia de los más diversos factores en el tipo de amortización por el método geométrico-degresivo, en períodos de rápido progreso técnico el tipo de amortización debe ser superior al que debe regir en períodos de progreso más lento.

4.º En la mayoría de los sistemas fiscales extranjeros se emplea el método degresivo. La utilización que se hace en el caso de amortización lineal de acortar el período de vida, mediante amortizaciones especiales o/y extraordinarias, es desde el punto de vista metodológico, más inexacto.

5.º Se ha de distinguir entre la amortización calculatoria (a efectos de cálculo de costos) y la amortización en balance. De la del método utilizado en la amortización calculatoria no debe deducirse el procedimiento a utilizar en la amortización en balance.

6.º La opinión dominante en la Economía de la Empresa es que el método de amortización degresivo es el único que se acerca a los importes de amortización verdaderamente ocasionados por la utilización del bien de producción.

7.º La opinión expresada por el Gobierno de que el método de amortización degresivo es muy discutible, no encuentra apoyo alguno en la literatura de la Economía de la Empresa, demostrando Albach, en este estudio científicamente fundamentado, lo insostenible de la tesis dominante en el campo de la política económica y fiscal, quedando fijado que el método de amortización lineal es completamente erróneo desde el punto de vista de la Economía de la Empresa (67).

Resumiendo: dentro de la amplia problemática que prescribe la determinación exacta o justa del volumen de amortización se deduce: a) que toda normativización puede llevar a errores graves para el crecimiento empresarial; y b) que el único método de amortización aceptado

(66) Este informe ha sido realizado por el prof. H. Albach: «Die degressive Abschreibung. Ist die degressive Abschreibung eine nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen notwendige Abschreibung?», Wiesbaden 1967. Ver también el informe «Jahresbericht 1966-67», editado por el Verband der Chemischen Industrie E.V., Ffm/M 1967, pp. 74-75.

(67) El Parlamento no ha aceptado, sin embargo, el dictamen y, por lo tanto, concede poderes al Gobierno para modificar cuando lo estime necesario, según la evolución coyuntural, la variación prevista de la amortización degresiva, según la autorización dada al Gobierno en el art. 26.

por la Economía de la Empresa es el degesivo geométrico, en el que su tasa inicial debe ser regulada según el factor más decisivo de depreciación en nuestra actual era industrial: el progreso técnico. Frente a esta postura de la Economía de la Empresa, tanto de la teoría como de la práctica, se encuentra la postura de la política económica y fiscal que no quiere admitir más que el método lineal y ofrece como compensación amortizaciones especiales, aceleradas o extraordinarias (68). Todo ello persiguiendo, naturalmente, el no fortalecer la autofinanciación a través de la amortización. A esto hay que añadir que una utilización de los tipos de amortización como instrumento coyuntural aporta un mayor grado de incertidumbre a las ya cargadas decisiones empresariales en el campo de las nuevas inversiones.

La segunda pregunta que nos habíamos planteado junto a la de determinar el volumen de amortización es la siguiente: ¿Existe relación alguna entre el volumen de amortización, el volumen de inversión y el crecimiento empresarial? Aquí es donde a la vista de esta estructura puede decirse si una actuación de política económica y fiscal sobre las amortizaciones ejerce o puede ejercer influencia alguna sobre las decisiones de inversiones empresariales.

De los estudios empíricos realizados hasta ahora se deduce que si bien teóricamente existe una cierta interdependencia entre el volumen de inversión y el volumen de amortización, sin embargo, dadas las premisas en las que descansan estos estudios, esta consideración teórica se ha de considerar con toda serie de reservas. En su estudio empírico para la República Federal Alemana llega Albach (69) a la conclusión de que se puede aceptar «la hipótesis de que una variación de los tipos o coeficientes de amortización puede ser anulada o incluso compensada, de tal forma que la influencia coyuntural deseada no tenga lugar o se produzca en forma demasiado acentuada». La correlación entre

(68) La amortización acelerada beneficia a empresas en pleno proceso expansionista, actuando por tanto injustamente sobre las empresas de actividad más estacionaria, no sólo por su estancamiento, sino incluso en aquellas empresas de sectores económicos no tan afectados por el progreso técnico. (SERRA RAMONEDA, A.: «El fundamento económico de la amortización acelerada», en: «Anales de Economía», julio-septiembre 1963, p. 591 ss.).

(69) ALBACH, H.: «Investitionsvolumen und Abschreibungen», manuscrito Bonn 1966. Lo mismo se afirma para Holanda, donde no se considera que la amortización constituya un factor importante en las decisiones de inversión.

(OECD: «International Report...», ob. cit., p. X, 5).

volumen de inversión y amortización es diferente según la situación coyuntural y según la forma jurídica de la sociedad. Así, por ejemplo, las Sociedades Anónimas Alemanas han financiado mayor porcentaje de sus inversiones con importes provenientes de la amortización que las sociedades no anónimas.

Lo que sí parece deducirse, sin embargo, es que la variación de las posibilidades de amortización dentro del cuadro de una política económica orientada al crecimiento posee innatas ciertas tendencias concentracionistas.

En un estudio comparativo entre Francia, Gran Bretaña y la República Federal Alemana respecto a la política de amortización y de inversiones (70) se señala que una aceleración de la actividad inversora en Francia y Gran Bretaña sólo se puede conseguir con subvenciones directas, ya que las posibilidades de amortización no se consideran incentivos suficientes (71). Así también en Alemania las amortizaciones especiales existentes sólo incluyen la posibilidad de un impulso de inversión temporal que no garantiza, en ninguno de los casos, una ampliación o mejora constante de las capacidades. Una relación directa entre amortización y actividad inversora no existe, mejor dicho, una variación del instrumento fiscal «amortización» no tiene por qué provocar por sí sólo una influencia en las decisiones de inversión empresariales. Sólo cuando existen expectativas de beneficios futuros se llevan a cabo las inversiones.

Ciertamente parece existir una determinada correlación entre el volumen de inversión y beneficios, tal como se puede apreciar de la figura 1, resultado de un estudio empírico de 100 empresas.

Sin duda, la realización de proyectos de inversión sólo tiene lugar, por lo general, cuando existen expectativas más o menos claras de beneficios, independientemente de la fuente financiera. Esta no juega en situaciones competitivas una influencia determinante en las decisiones

(70) FISCHER, L.: «Abschreibung und Investitionen in der Bundesrepublik Deutschland, in Frankreich und in Grossbritannien», en: «Management international», Vol. 7, 1967, pp. 3 ss.

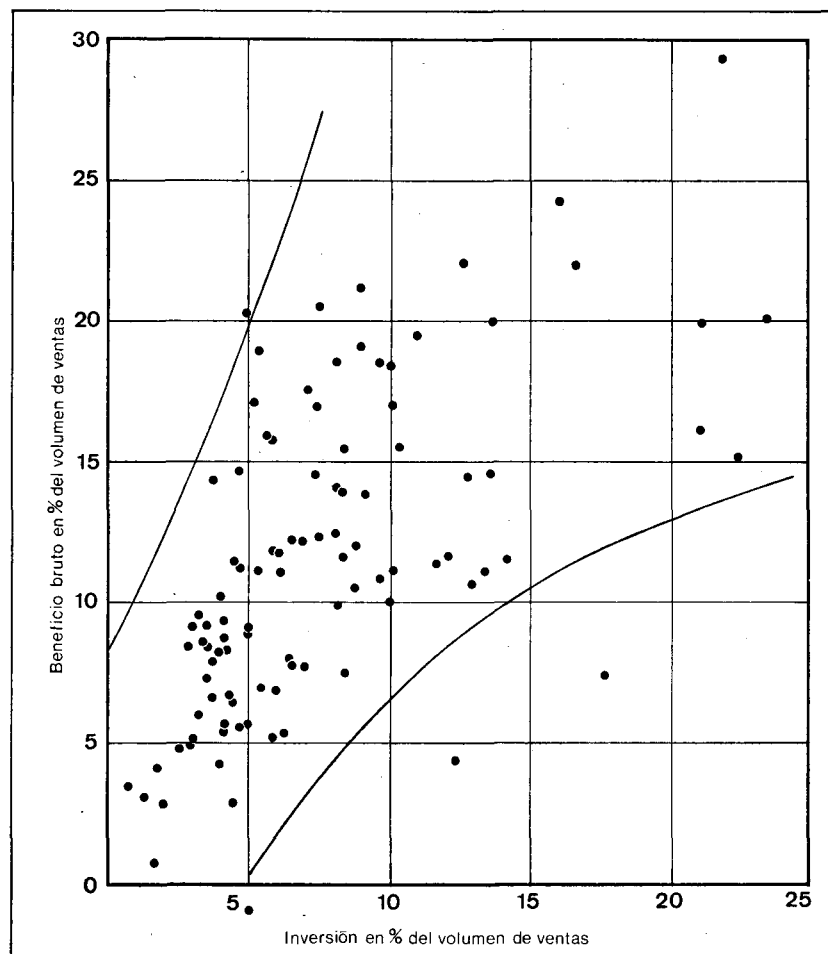
(71) A esta misma conclusión llega Good en su estudio: «La amortización acelerada por sí sola no es frecuentemente suficiente para asegurar el nivel de inversión deseado. Sin embargo, la amortización acelerada puede constituir un componente altamente útil como parte de un programa para estimular la inversión con el fin de conseguir estabilización o crecimiento económico». (Good, R.: «Accelerated Depreciation Allowances as a Stimulus to Investment», en «The Quarterly Journal of Economics», Vol. LXIX, mayo 1955, p. 220).

Figura 1

INTERDEPENDENCIA ENTRE BENEFICIO BRUTO E INVERSION

(en % del volumen de ventas)

El diagrama de dispersión permite apreciar la interdependencia entre resultados e inversiones para un total de 100 empresas industriales. Los puntos señalan, para cada una de las empresas (en % del volumen de ventas), por un lado, el volumen del beneficio bruto y, por otro lado, el volumen de inversiones. Se deduce claramente que, por lo general, los beneficios son tanto más elevados cuanto más se invierta, y viceversa.



Fuente: «Geschäftsbericht über das Fünfzehnte Geschäftsjahr», Industriekreditbank A. G., Düsseldorf, 1 abril 1963-31 marzo 1964.

de inversión. Una relación entre el volumen de beneficios y volumen de autofinanciación es en vano que se trate de buscar.

c) La financiación con fondos de previsión

Por último, un tercer componente de la autofinanciación, en su sentido amplio, lo constituyen los fondos de previsión, que en algunos países, como Alemania, ascienden a cantidades enormes dada la gran importancia de los fondos para vejez y pensiones de las sociedades; siempre que los incrementos netos de estos fondos tengan la contrapartida real de ingresos, éstos suponen un incremento de los medios líquidos de la empresa. Por tanto, según el carácter de estos fondos pueden utilizarse temporalmente estos medios financieros para la financiación de las inversiones, siendo completamente arbitraria la fijación de un límite de utilización, dentro de los márgenes legales de seguridad establecidos en cada uno de los países. El único problema que presentan estos fondos es que se respeten las necesidades de capital de estos fondos a la hora de su aplicación, lo que bien puede concretarse con ayuda de las técnicas actuariales.

La importancia de estos fondos ha quedado reflejada en el informe de la OECD realizado en varios países: «...los fondos de la seguridad social, subsidios y pensiones de vejez juegan un papel considerable en la financiación de las inversiones» (72).

INFLACION Y AUTOFINANCIACION

Al hablar de la autofinanciación como fuente decisiva dentro de las estructuras financieras de las empresas se remite su fundamentación a la «experiencia» de los años treinta y, sobre todo, actualmente, al papel que ha jugado este instrumento en los años de la reconstrucción europea, esto es, finales de los años cuarenta y hasta finales de los años cincuenta. Epocas de desarrollo económico anormales y acompañado, en la mayoría de los casos, de fuertes tasas inflacionistas.

(72) OECD: «International Report...», ob. cit., p. X, 5.

Es en Francia donde Valley (73) ve en la autofinanciación el instrumento para contrarrestar la pérdida del valor monetario. Para Valley, que parte de la amortización como fuente primaria de la autofinanciación al liberar capital inmovilizado, las cuestiones monetarias, mejor dicho, la continua amenaza de la devaluación y sus atentados contra el valor de la «amortización» retenida para un futuro reemplazamiento del bien de producción, constituye la mayor ventaja de la autofinanciación. Por tanto, considera a la autofinanciación como un fondo complementario al de amortización que garantice la pérdida del valor monetario. Esto es, la autofinanciación se encuentra a caballo entre amortización y desvalorización monetaria: la autofinanciación considerada como «factor de corrección» a aplicar al volumen de amortización para compensar la desvalorización monetaria. Por consiguiente, deduce que no sería deseable la autofinanciación cuando el mundo económico fuera estable, ya que «la autofinanciación corresponde, de hecho, a una actitud de desconfianza general e inesperada» (74).

Walb señalaba, por su parte, que el influjo de la inflación en la contabilidad, esto es, la aparición de los beneficios ficticios, adquiere conciencia pública con las amortizaciones en combinación con la carga fiscal, ya que los recursos obtenidos no alcanzan para cubrir sus fines (75).

En esta contemplación se hace sólo un planteamiento parcial de la autofinanciación al analizarla a través de la técnica contable, de la incidencia de las variaciones del valor monetario sobre el balance de la empresa. Esta problemática es idéntica a la planteada por Schmidt (76) en su «Organische Tageswertbilanz», pero que, sin embargo, no se ha llevado a cabo en la práctica, dada la complejidad y consecuencias de su aplicación. Ambos autores no han considerado el efecto de la continuada reinversión del capital liberado por las amortizaciones, lo que, por su parte, sin embargo, no puede suplir totalmente el impacto inflacionista. Hoy día, es frecuentemente más fuerte el impacto del avance tecnológico que el de la inflación.

(73) VALLEY, J.: «Amortissement...», ob. cit.

(74) VALLEY, J.: ob. cit., p. 42.

(75) WALB, E.: «Finanzwirtschaftliche...», ob. cit.

(76) SCHMIDT, F.: «Organische Tageswertbilanz», ob. cit.

Por otro lado, no puede omitirse que en los años cincuenta, «la condición determinante de la autofinanciación ha sido la inflación» (77). Una de las causas necesarias determinante del volumen de autofinanciación es que el nivel de beneficios, como sucedió en los años cincuenta, sea elevado, «pero éstos son en gran parte imputables a la inflación» (78). Por tanto, los volúmenes de autofinanciación que presenta cada uno de los diferentes países no son comparables, ya que se trata de magnitudes heterogéneas: un mayor grado de inflación reduce el valor de la autofinanciación, por lo que sólo en períodos de fuertes beneficios puede el fondo de autofinanciación salvar la disminución en sustancia cuando se practica una política inflacionista, lo cual, frecuentemente va acompañado de beneficios fuertes.

Hay que reconocer en la tesis de Valley que en períodos inflacionistas debe existir, y está plenamente justificado, un fondo de autofinanciación que contrapesa la devaluación producida por la inflación. Por tanto, la inflación es causa de la autofinanciación.

En los países donde la inflación se «adopta» como parte integrante de la política económica, constituye la autofinanciación la única reacción que permite asegurar la sobrevivencia de la empresa. Y ésta es, junto a la causa de la penuria de los mercados de capitales de la postguerra, una de las causas principales de que la práctica de la autofinanciación en los años cincuenta haya sido necesaria e inevitable.

¿CUAL DEBE SER LA ESTRUCTURA FINANCIERA OPTIMA DE LA EMPRESA?: PROBLEMÁTICA DE LAS REGLAS FINANCIERAS CLASICAS

Al hablar de la autofinanciación, en su amplio sentido, como fuente de financiación, de la determinación e influenciación de su volumen mediante medidas exógenas a la empresa, esto es, de política económica, fiscal y social, por un lado, y de decisiones endógenas o internas en la esfera empresarial, política de dividendos y reservas, se debiera tener presente si existe la posibilidad de definir, con mayor o menor exactitud,

(77) OECE: «Le financement...», ob. cit., p. 167.

(78) OECE: «Le financement...», ob. cit., p. 167.

cuál debe ser la estructura financiera de la empresa. O dicho en términos más actuales, cuál es la configuración óptima de la estructura financiera. Las decisiones económicas generales influyen, en un primer grado, sobre el volumen del cual las empresas, en principio, pueden disponer como fuente financiera del cuadro económico y meta-económico externo que se les fija, del cuadro derivado de su enjuiciamiento en cuanto a la situación interna a que ha llegado la empresa y, no por último, de sus expectativas futuras sobre la utilización que harán de esos volúmenes financieros de que pueden disponer. Constituiría, por tanto, un instrumento muy importante, si los responsables de la política económica de un país y los responsables de la política económica empresarial pudiesen disponer de un objetivo más concreto en que orientarse.

No cabe la menor duda que de la estructura de capital conseguida por una empresa se deducen los datos más importantes para fundamentar las continuas decisiones financieras. La situación competitiva de una empresa, cuya financiación en su álgido período de renovación o expansión se haya basado en una fuerte autofinanciación, durante un período futuro más o menos largo, sería, en principio, más favorable que otra que haya tenido que recurrir a capital ajeno. Si se pudiese conocer la estructura financiera «real» a través del balance, sobre todo suponiendo la no existencia de reservas ocultas, de las empresas de un sector o del país, por un lado y, por otro, si tuviésemos una teoría que facilitase criterios o principios básicos contrastados, sería, en principio, viable la toma de decisiones fomentadoras y obstaculizantes de una u otra forma de financiación, de la estabilización o del crecimiento económico.

Al analizar el sector financiero nos encontramos, sin embargo, que no existe ninguna teoría con el nivel teórico equivalente al sector de inversiones, o al de los sectores de producción y costes. La falta de una teoría de financiación y las aportaciones que se han realizado hasta ahora para una verdadera teoría de la financiación empresarial óptima, «nos debe poner en preaviso de no intentar ir más allá de las reglas estructurales del balance y de capital y su perfeccionamiento» (79). Por otro lado, estas reglas se encuentran sometidas a duras críticas, las

(79) LIPFERT, H.: «Theorie der optimalen Unternehmensfinanzierung», en: «Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung», año 17, cuadernos 2-3, febrero-marzo 1965, p. 62.

cuales, sin embargo, provienen más del campo teórico (80) que del de la práctica bancaria (81). Ahora bien, dado que uno de los componentes del problema de la financiación empresarial óptima lo constituye «la determinación y mantenimiento de la estructura de capital óptimo, en especial por lo que se refiere a la relación entre capital ajeno y capital propio» (82), y dada la falta de una teoría de financiación, actúa la práctica con principios financieros de carácter empírico-deductivo, por lo que no constituyen resultados científicos sistemáticos (83). Se puede considerar hoy por hoy limitada la función de una teoría de la financiación empresarial óptima a la mejor configuración de la estructura de capital, ya que el campo de la optimación de las decisiones financieras a adoptar, no es hoy aún accesible. Por lo tanto, se centra la atención en analizar el contenido de estos principios «prácticos» que sirven de base comparativa.

Se entienden por *reglas financieras* «principios que se han desarrollado en la práctica... para la selección, bajo determinados puntos de vista, de los medios financieros precisos para satisfacer unas necesidades dadas de capital» (84). Además de querer servir al empresario como puntos de orientación, persiguen el objetivo de informar a terceros sobre la situación financiera de la empresa.

Entre las diversas reglas que se han desarrollado en la literatura y en la práctica en el pasado —los denominados «ratios» en los

(80) Interesante es observar que casi todas las críticas contra las reglas de financiación se basan, por lo general, en consideraciones teórico-deductivas. (Ver BÖRNER, D.: «Die Bedeutung von Finanzierungsregeln für die betriebswirtschaftliche Kapitaltheorie», en: «Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung» 1967, pp. 341 ss.).

(81) Así, Kühnen, desde el ángulo bancario, señala que «una financiación consolidada no se puede reemplazar por nada y el abandonar las reglas de oro puede llevar muy rápidamente a incapacidad de pagos. (KÜHNEN, H.: «Eigenkapital bei Personen- und Kapitalgesellschaften», en: ZfbF, año 15 (1963), p. 231 ss.); Klein, por su parte, afirma que las reglas de oro constituyen hoy día, sin duda, una base importante para las relaciones crediticias con los Bancos. (KLEIN, G.: «Die Deckung des Kapitalbedarfs wachsender Unternehmen», en: «Zeitschrift für Betriebswirtschaft», núm. 4, 1964, pp. 268 ss.); Wissenbach ha sido quien reforzó en la literatura económica en 1964, la implantación de las exigencias de las reglas financieras (WISSENBACH, H.: «Die Bedeutung der Finanzierungsregeln für die betriebliche Finanzpolitik», en: ZfbF 1964).

(82) LIPFERT, H.: «Theorie...», ob. cit., p. 58.

(83) MELLEREWICZ, K.: «Unternehmenspolitik», Tomo I, Friburgo en Breisgau 1963, p. 80.

(84) HÄRLE, D.: «Finanzierungsregeln...», ob. cit., p. 139.

EE. UU.— destacan las denominadas reglas vertical y horizontal del balance, o más bien conocidas por «reglas oro de financiación» y «regla de oro bancaria», o «regla oro del balance». La primera define la relación «vertical» entre el capital ajeno y el capital propio, esto es, «no aceptes más capital ajeno que el capital propio existente», o en otros términos: «Configura siempre tus decisiones de financiación de tal forma que el grado de endeudamiento no sea mayor que un medio». El contenido clásico de esta regla es la relación 1:1. Lo dudoso de esta regla se deduce de la mera contemplación de la relación 2:1 exigida en la literatura americana y del hecho de que en Alemania la relación capital propio: ajeno sea de cerca de 1:1,5, aunque si se consideran las reservas y fondos de previsión, muchas empresas industriales alemanas, oscilan cerca de la relación 1:1.

En cuanto a la «regla oro del balance», constituye «una de las reglas más viejas y más difícil de hacerla desaparecer en la financiación de las inversiones» (85). En su versión estricta esta regla exige que el capital propio no sea inferior al inmovilizado. Su versión más amplia admite que el inmovilizado y el circulante fijo o constante que se necesita, se financien con el capital propio y el ajeno a largo plazo. Esto es, se establece la relación entre origen y aplicación de fondos. En la República Federal Alemana la relación estricta de capital propio: inmovilizado fue de 1:1,53. Sin embargo, aplicando la regla en su sentido más amplio, esto es, considerando las reservas ocultas y otras fuentes financieras con carácter parecido al del capital propio, un gran número de sociedades anónimas alemanas dan un mayor grado de acercamiento

(85) ALBACH, H.: «El presupuesto de inversión óptimo en situación de incertidumbre». Conferencia pronunciada en la Universidad de Barcelona en mayo de 1967, Manuscrito, p. 18. Gutenberg rechaza la regla de balance como máxima para la determinación de la «medida» adecuada de capital propio, ya que «la moderna economía de la empresa no reconoce como racional y defendible las decisiones de política financiera basadas en las relaciones de balance» (p. 69). Por otro lado, señala que los estudios empíricos realizados han permitido deducir que un gran número de empresas alemanas desconocen en la realidad estas reglas (p. 69). (Ver GUTENBERG, E.: «Gewinnverwendungspolitik», en: «Finanzierungshandbuch», ob. cit.).

Así también, Albach, aunque reconoce que estas reglas tienen una fuerza normativa en la práctica (ver conferencia pronunciada en Barcelona), señala lo unívoco de los planes de financiación de las empresas al aceptar como hipótesis estas reglas para la configuración de planes que debieran llevar a estructuras óptimas en las decisiones de financiación, al «reemplazar la planificación financiera a largo plazo... por la utilización de tales reglas». (ALBACH, H.: «Finanzplanung in Unternehmen», en: «Finanzierungshandbuch», ob. cit., pp. 361 ss).

a esta regla (86). Esta regla bancaria oro se utiliza por las instituciones crediticias alemanas, ya que posee casi una fuerza legal, aunque no debiera ser interpretada más que como un principio de control de la actividad crediticia.

Estas reglas financieras «clásicas» representan, ni más ni menos, que exigencias a los resultados financieros. Por tanto, no introducen parámetros de decisión que pudieran llevar a hacer pronósticos sobre las diferentes estrategias financieras (87). He aquí el error y el mayor obstáculo para la realización de planes financieros, ya que éstos se basan en estas reglas financieras y no en las expectativas futuras a base de parámetros de riesgo y momentos de aplicación.

Las críticas y defensas de estas reglas han sido muy acerbadadas en los últimos tiempos. Actualmente parece definirse la siguiente situación en la discusión:

a) Las reglas de financiación vertical apenas se consideran hoy día; la atención se centra en la regla oro bancaria. b) El principio de los vencimientos contenido en la regla de financiación horizontal no se ha de considerar para cada objeto de inversión, sino para la totalidad de los proyectos de inversión de una empresa. c) Los defensores de las reglas financieras consideran que contienen muchas posibilidades para asegurar la empresa contra la inseguridad financiera (88).

Sin duda, la característica general que afecta a todas estas reglas es que sólo comprenden la «liquidez estructural» y, por tanto, no garantizan la capacidad de pagos de una empresa, ya que ésta se define por las expectativas futuras de corrientes de pagos y cobros. Gutenberg rechaza la regla de oro del balance o regla horizontal porque considera que «la demostración de la validez de una medida de política financiera sólo puede realizarse cuando ésta se considera siempre contemplando el conjunto empresarial y las circunstancias concretas que caracterizan la situación de decisión». Considera que esta regla «es demasiado limitada e indiferenciada para que pueda servir para dominar situaciones político-financieras importantes...» (89). Admite, sin embargo, que el

(86) LIPPERT, H.: «Theorie...», ob. cit., p. 59; el mismo: «Optimale Unternehmensfinanzierung», Ffm./M. 2.ª ed., 1967, pp. 22 ss.

(87) ALBACH, H.: «El presupuesto...», ob. cit., p. 27.

(88) BÖRNER, D.: «Die Bedeutung...», ob. cit., pp. 34-35.

(89) GUTENBERG, E.: «Gewinnverwendungspolitik», ob. cit., p. 69 ss.

principio de que los vencimientos de las cesiones de capital y las obligaciones deban corresponderse, pueda servir a fines bancarios para la concesión de créditos, pero nunca para basar el plan financiero de una empresa, ya que no tiene contenido para definir la «magnitud» adecuada de capital propio.

Ciertamente uno de los motivos que con más fuerza argumenta contra la validez de las reglas es el hecho de que en la mayoría de los casos no se reflejan en la práctica. Aparte de que para que exista concordancia entre la regla horizontal y la vertical, el inmovilizado debe ser igual al circulante. Sin embargo, el motivo principal puede verse en el hecho de que la no consideración de las reglas estructurales puede aportar ventajas notables de rentabilidad. A ello hay que añadir que los argumentos que se esgrimen en defensa de la regla oro del balance, desde el punto de vista de garantizar la liquidez empresarial, se ponen muy en duda, ya que el «balance sólo puede ser una medida de liquidez defectuosa» (90). En su fundamentado estudio sobre las reglas financieras y la liquidez Hårle señala que «no sólo parece insuficiente, sino que incluso peligroso, cuando se enjuicia la liquidez de una empresa basándose en tales reglas financieras» (91). La regla vertical no ofrece, por su parte, ninguna seguridad en cuanto a la liquidez. Por ello, tanto Gutenberg como Albach ven en la regla oro de financiación, una regla férrea y limitativa del crecimiento económico, sobre todo, en las empresas medias y pequeñas, justificando a su vez la notoria expansión de nuevas fórmulas de financiación como el «Leasing» (92).

Sin embargo, y a pesar de estas grandes lagunas que presentan, se intenta ver en ellas una cierta importancia práctica (93) como instrumentos de orientación empresarial, sobre todo a efectos bancarios, quienes utilizan las reglas estructurales «clásicas» como medida de enjuiciamiento de la creditibilidad de la empresa, viendo, en principio, con mejores ojos una empresa financiera «convencionalmente».

Otras soluciones al problema de la optimación de las decisiones financieras, tales como las propuestas por Franco Modigliani y Merton H. Miller (93a) no han aportado resultados relevantes, ya que deducen

(90) LIPFERT, H.: «Optimale...», ob. cit., p. 26.

(91) HÅRLE, D.: «Finanzierungsregeln...», ob. cit., p. 161.

(92) ALBACH, H.: «El presupuesto...», ob. cit., p. 17 ss.

(93) LIPFERT, H.: «Optimale...», ob. cit.; BÖRNER, D.: ob. cit.

que los costes de capital medios de cualquier empresa son completamente independientes de su estructura de capital, lo cual discrepa totalmente de la realidad. Por su parte, la aportación de Marris (94), al partir de la maximación del crecimiento en lugar de la del beneficio, no trata el problema sobre cuál debe ser el volumen máximo de capital ajeno.

A la vista de esta situación y tratando de buscar un posible nuevo planteamiento para resolver el problema de optimizar las decisiones de financiación Lipfert parte de dos teoremas: 1) Minimización de los costes financieros cuantitativos y cualitativos y 2) Maximación del período de disponibilidad de las reservas dependientes de la estructura de capital (95). Albach, por su parte, llega a la conclusión de que en una programación estocástica se puede utilizar la moderna técnica de pronóstico y diferenciar el riesgo objetivo y comportamiento del riesgo subjetivo. La situación actual en materia financiera constituye un «anacronismo» y «en el futuro será indispensable hacer de la planificación de la estructura de capital una parte fundamental de la planificación financiera. La planificación financiera y la planificación de la estructura de capital debería realizarse a base de amplios análisis y pronósticos de a largo plazo que deberán hacerse considerando todas las características relevantes en el sector de capital y crediticio interno de la empresa y del Mercado» (96).

Con lo que llegamos a la conclusión de que la teoría de la financiación no existe como tal y que, por tanto, falta información para señalar cuál debe ser la estructura racional o mejor posible de capital en la empresa. Solamente una utilización «intuitiva», más o menos, de las reglas «clásicas», sin reconocerles, en ningún momento, un contenido vinculante, y considerándolos más bien como principios limitativos, puede constituir una magnitud adicional para enjuiciar la seguridad financiera de la empresa (97). Por otro lado, se debe considerar que estas

(93a) MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H.: «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», en: AER, Vol. XLVIII, junio 1958, p. 261 ss. La discrepancia se debe principalmente a la consideración de mercados perfectos en situación sin riesgo alguno.

(94) MARRIS, R.: «The Economic Theory of Managerial Capitalism», Londres 1964.

(95) LIPFERT, H.: «Theorie...», ob. cit., p. 64 ss.

(96) ALBACH, H.: «El presupuesto...», ob. cit., p. 18.

(97) En este sentido es Wissenbach quien ha vuelto a plantear la validez práctica de las reglas, criticando la postura de Albach en contra de las reglas.

reglas pueden constituir obstáculos decisivos en la expansión empresarial si se manejan como principios inamovibles. Las decisiones de financiación se toman considerando el conjunto empresarial en cada caso concreto. Y, por tanto, los principios o reglas pueden llevar a situaciones inesperadas.

Desde el punto de vista empresarial nos encontramos ante la situación de que las decisiones de inversiones exigen continuas decisiones de la dirección y no se dispone de criterios racionales de cuál debe ser la estructura de capital de la empresa: desde el punto de vista de los instrumentos de política económica se tiene también una falta absoluta de información de en qué medida, cuándo y en qué se ha de adoptar, para influir en uno u otro sentido la estructuración de capital de las empresas, factor cada vez más decisivo cuanto mayor sea la integración y competencia internacional. Diferentes estructuras de capital provocan no sólo diferentes costes de financiación que se reflejan en el nivel de costes empresarial, sino que permiten adoptar diferentes estrategias empresariales.

AUTOFINANCIACION Y CALCULOS DE ECONOMICIDAD

El principal argumento —que merece aquí ser destacado— contra la autofinanciación, es que la empresa dispone de medios financieros incontrolados y que puede utilizarlos, asimismo, sin control alguno, de tal forma que se elimina el mercado como instrumento regulativo y orientador de la producción que obliga al empresario a la mejor utilización económica: el mantenimiento o expansión de la empresa se realiza sin el control económico global. La teoría de inversión, en su formulación tradicional, ofrece dos factores explicativos: la eficacia marginal del capital y la tasa de interés, de lo que se deduce que la inversión óptima se alcanza cuando los ingresos marginales son igual a la tasa de interés. Este planteamiento Keynesiano, asimismo planteado en 1929 por Röpke (98), ha sido complementado con la introducción del factor

(WISSENBAUGH, H.: «Die Bedeutung der Finanzierungsregeln für die betriebliche Finanzpolitik», en: «Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung», número 7-8. Julio-agosto 1964.

(98) «Se podría suponer que la dirección de una empresa, si realiza un cálculo riguroso no invertirá sus reservas en su propia explotación más que en

riesgo por Kalecki y las expectativas de Shackle. El elevado grado de abstracción, al definir el factor capital como un factor de compra como otro cualquiera, sin considerar la posibilidad de su «autocreación», al admitir un mercado perfecto de capitales, han constituido las principales características de la teoría de capital.

La acusación de una posible errónea canalización del capital, bien porque lleve a excesos de capacidades, bien porque ese capital pudiera utilizarse en otros procesos productivos con mayor rendimiento, no sólo se refiere a la autofinanciación sino que afecta a todos los medios financieros de que dispone la empresa. Además como la financiación proveniente de beneficios retenidos no tiene costes financieros «invita» a una utilización más arriesgada, menos «calculada» que cuando el dinero «cuesta» intereses y cuando posee unos plazos de amortización. Esto es, le falta al empresario el cedazo por el que debe cribar sus proyectos de inversión, seleccionando sólo aquellos más rentables. De aquí que muchos autores vinculan la autofinanciación con la realización de proyectos de inversión pioneros, con un elevado riesgo de que resultan o no. ¿Existe verdaderamente el peligro de que el empresario disponga más «a la ligera» en proyectos financiados por medios provenientes de la autofinanciación y existe relación entre la realización de proyectos pioneros y el nivel de autofinanciación?

En los diversos estudios empíricos que se han realizado en distintos países industriales sobre las decisiones de inversión y financiación se informa de que en la mayoría de las empresas modernas se realizan cálculos de economicidad (99) y que es general el calcular con un tipo de interés calculatorio, el cual oscila, como es natural, de acuerdo con la empresa, sector económico y situación coyuntural. En este tipo de inte-

el caso que pudiera absorber fondos del exterior; en otras palabras, no tendrá lugar una tal inversión si el rendimiento esperado no es superior al tipo de interés del mercado...». (RÖPKE, W.: «Die Theorie der Kapitalbildung», Tübingen 1929, p. 19 ss.).

(99) No es aquí el lugar para ocuparnos de la problemática, formas y contenidos informativos de los cálculos de economicidad. A este respecto nos remitimos, entre otras diversas publicaciones, al BOLETIN DE ESTUDIOS ECONOMICOS, núm. 60, septiembre-diciembre 1963, en el que se estudia detenidamente este problema. La utilización de métodos calculatorios del período de amortización, como el «pay-out», hacen que la selección se emancipe aún más del tipo de financiación.

rés calculatorio, o «rendimiento mínimo» que se exige del proyecto a financiar, se refleja la idea de rentabilidad de la que parte la dirección empresarial en sus decisiones.

Estas empresas, por lo general, hacen sus cálculos de economicidad sin considerar en las mismas las fuentes de financiación de que se extraerán los fondos necesarios. Por consiguiente, dado este comportamiento calculatorio es indiferente la forma en que se financie la inversión.

Según la estimación que se haga del tipo de interés calculatorio será mayor o menor el volumen de proyectos a realizar, ya que sólo deben contener aquellos proyectos en los que el valor capitalizado sea cero o el tipo de interés interno sea mayor o igual al tipo de interés calculatorio. Si las empresas actúan seleccionando sus proyectos de inversión de acuerdo con el criterio del tipo de interés calculatorio, se independiza la decisión de inversión de la fuente financiera. Por consiguiente, no se puede hablar aquí de que la autofinanciación induzca a inversiones erróneas (100). Por otro lado, el hecho de que la determinación del tipo de interés calculatorio sea independiente del tipo de interés actúa neutralizando aún más la influencia del tipo de financiación.

Ahora bien, ¿y qué sucede cuando las empresas no realizan, porque *no pueden o no quieren* cálculos de economicidad? Todo empresario responsable realiza siempre, de una forma u otra, mental o escrita, completa o incompleta, algunas consideraciones sobre la decisión de invertir. Su equivocación o acierto intuitivo lo mismo le puede suceder con medios financieros de las más diversas fuentes. Sin embargo, tenemos que presuponer que cuando en un país es generalizado el no realizar cálculos de economicidad surge, por tanto, una laguna informativa para la toma de la decisión, esto es, escasea la actividad previsoras en la empresa, las posibilidades de caer en inversiones erróneas es mucho mayor. Aun contando con las diferencias en la aplicación práctica de tales cálculos de economicidad con respecto al nivel teórico alcanzado (101), un estudio de economicidad, que constituye un modelo de decisión, obliga a la búsqueda de información que de otra forma no

(100) GUTENBERG, E.: «Gewinnverteilungspolitik», ob. cit.

(101) HAX, H.: «Teoría de Inversión Aplicada». BOLETIN DE ESTUDIOS ECONOMICOS, núm. 60. Septiembre-diciembre 1963, pp. 639-658.

siempre se recogería. Como cuenta de futuro que es, por tanto a definir su contenido dentro de un marco mayor o menor de incertidumbre, obliga a una serie de consideraciones, contrastaciones y correcciones que facilitan al empresario una base «racional» para la toma de sus decisiones. Repetimos, en un país donde es generalizado no realizar tales cálculos, donde la actividad previsoras juega en la función empresarial un papel desconocido o poco utilizado, las posibilidades de inversiones erróneas serán tanto mayores, pero ello, sin duda, independiente de la fuente financiera.

* * *