M.ª Teresa Méndez Picazo*

POLÍTICA FISCAL Y FLUJOS DE TESORERÍA

El objetivo de este trabajo es estudiar los efectos que tiene el diseño de la política fiscal sobre uno de los más importantes indicadores de la actividad empresarial: los flujos de tesorería. La información sobre flujos de tesorería está cobrando en la actualidad gran relevancia desde el punto de vista contable, no sólo porque próximamente será de elaboración y publicación obligatoria para las empresas bajo el nuevo Plan General de Contabilidad, sino también, y fundamentalmente, por su utilidad en la toma de decisiones por parte de los usuarios de la información financiera, entre los que se incluyen las propias empresas. Por todo ello, este trabajo trata de analizar, tanto teórica como empíricamente, cómo las diferentes actuaciones por parte del decisor político en materia de política fiscal y monetaria influyen sobre las variables empresariales, en este caso, sobre los flujos de tesorería.

Palabras clave: *política fiscal, flujos de tesorería, contabilidad, política económica, oferta monetaria.*
Clasificación JEL: *E62, H32, M49.*

1. Introducción

Tradicionalmente, se ha dividido el análisis del comportamiento económico en dos grandes campos: el de la macroeconomía y el de la microeconomía. Cada uno se ha estudiado a su vez en áreas científicas más especializadas (contabilidad, teoría macroeconómica, análisis de la empresa, etcétera), sin dar en ocasiones una especial relevancia a las interrelaciones que existen entre ambas. Desde hace algunas décadas algunos economistas han venido señalando la necesidad de analizar los efectos que se generan entre las distintas áreas o campos para tener una visión más completa de ese comportamiento económico y poder así hacer frente mejor a los problemas existentes.

En este artículo vamos a establecer la relación entre uno de los principales instrumentos de que dispone el decisor político, la política fiscal, y una variable no muy conocida en el ámbito macroeconómico, los flujos de tesorería de las empresas. Para ello, en el apartado 2 estudiaremos el concepto de flujos de tesorería, así como las distintas acepciones del término *cash flow* a través de una revisión de la literatura existente; a continuación, en el apartado 3 analizaremos la relación entre los flujos de tesorería y la política económica desde el punto de vista teórico así como la influencia de las políticas fiscal y monetaria sobre los flujos. El apartado 4 lo hemos dedicado a analizar empíricamente las relaciones anteriores y, por último, el apartado 5 recoge las conclusiones de dicho estudio.

* Universidad Complutense de Madrid.
La autora agradece al profesor D. Miguel Ángel Galindo sus comentarios y su ayuda en la elaboración de este artículo.

2. Los flujos de tesorería de las empresas

El análisis de los flujos de tesorería de las empresas nos remite tradicionalmente a su precedente anglosajón, el concepto de *cash flow.* Cuando nos referimos al término Flujos de tesorería o de efectivo estamos considerando la traducción del término al castellano de una forma más o menos literal y el concepto que subyace tras él, que es el de las entradas y salidas de dinero o efectivo y a veces también de equivalentes de efectivo. Sin embargo el término original, *cash flow,* es un término conflictivo que ha sido utilizado para designar conceptos diferentes.

El concepto de *cash flow* surge en Estados Unidos hacia la década de los sesenta y se difunde rápidamente, evolucionando en poco tiempo desde su concepción inicial como flujos de caja o tesorería hacia otras acepciones de carácter estático, que lo identifican con los recursos generados por las empresas (Rivero Torre, 2002, 98; Sánchez Arroyo, 2002, 702).

La acepción de *cash flow* como recursos generados o *cash flow generated,* identifica el término con la suma de los conceptos contables de beneficio del período, las amortizaciones y las provisiones. Este concepto del término *cash flow* está ampliamente extendido entre los usuarios de la información financiera y presenta diferentes variantes. Por ejemplo, el *net cash flow generated,* que deduce de la fórmula anterior los impuestos sobre beneficios y los dividendos (Gil Lafuente, 1998, 89). Por lo tanto, esta interpretación de *cash flow* recoge el excedente de fondos que la empresa genera por medio del desarrollo de su actividad, confundiendo el beneficio económico (diferencia entre ingresos y costes) con el excedente financiero (diferencia entre cobros y pagos).

El *net cash flow generated* es de frecuente utilización por parte de los analistas bursátiles, que, en ausencia de datos sobre movimientos de tesorería, generalmente de difícil obtención, lo emplean bajo la denominación de *cash flow,* refiriéndose de este modo a los recursos del ejercicio que quedan a disposición de la empresa, lo que, teniendo en consideración la política de dividendos y de amortizaciones de la misma, permite conocer su posición en un momento determinado.

El *cash flow* así entendido se utiliza en Europa para juzgar la gestión empresarial en dos ámbitos diferentes (Rivero Torre, 2002, 99-101):

a) En el contexto económico, como indicador de la rentabilidad, cuando la cifra de beneficio neto de la empresa no resulta suficientemente representativa, aunque en ningún caso podría sustituirla. Sin embargo, se trataría de un indicador indirecto, ya que ofrece una visión muy simplista de la información contenida en la cuenta de resultados, por lo que si, mediante los ajustes pertinentes en las cuentas publicadas, fuese posible reflejar las corrientes reales de ingresos y gastos del ejercicio, ya no sería necesaria la utilización de este indicador.

b) En el contexto financiero, como indicador de autofinanciación, con diferentes fines, como evaluar la capacidad de la empresa para financiar sus inversiones, atender a la amortización de su deuda o pagar dividendos; corregir déficit de financiación del fondo de rotación o detectar necesidades de recursos financieros propios o ajenos.

En general, este indicador es útil fundamentalmente por su simplicidad y facilidad de cálculo y, también, porque permite analizar las fuentes de financiación que la empresa genera por sí misma, incluida la función financiera de las amortizaciones. Sin embargo, no ofrece información sobre el resto de recursos financieros de la empresa. Por lo que se refiere a su designación, quizá sería más adecuado sustituir en este caso el término *cash flow* por los de «Recursos procedentes de las operaciones» o «Recursos aplicados en las operaciones», como considera Esteo Sánchez (1995, 68), que corresponde a la terminología utilizada en el Cuadro de Financiación del actual Plan General de Contabilidad. Asimismo, en la determinación del valor añadido de la empresa, como indicador de riqueza, se utiliza el *cash flow* generado después de impuestos, deducido el coste del capital. Así lo señala Fidalgo Cerviño (2002, 297).

La acepción de *cash flow* como flujos de tesorería

En contraposición con lo anterior, la acepción dinámica del término *cash flow* se orienta a designar los flujos o movimientos de tesorería. La necesidad de las empresas de disponer de unos medios financieros líquidos que le permitan hacer frente a los pagos inmediatos y, de ese modo, garantizar la continuidad de su actividad productiva, es la causa de que esta información sea tan relevante para ellas. En este sentido, los flujos de caja constituyen la transformación en dinero de los recursos de la empresa, entendiendo en este caso por tesorería o efectivo, el dinero disponible en caja, los saldos de las cuentas corrientes y otras disponibilidades consideradas como inmediatas, llamadas equivalentes de efectivo.

La importancia de este concepto para las empresas no es nueva, por lo que ha sido estudiado largamente desde hace tiempo. Ya Riebold (1969, 24), lo consideraba como «el flujo interno de las fuentes y empleos del dinero durante un período determinado. Es el flujo del dinero disponible», es decir, la doble corriente de flujos compuesta por las entradas de tesorería (cobros) y las salidas de la misma (pagos). Se trata, por tanto, de una información muy precisa que sólo puede proceder de fuentes internas de la empresa. De ahí la dificultad de su obtención de forma externa. Al no disponer de la misma externamente, la mayoría de las veces, por no ser de obligada publicación, tradicionalmente ha sido sustituida por los recursos generados y de ahí que éstos se designen y sean a veces utilizados como *cash flow.*

Es el caso de España, donde el actual Plan General de Contabilidad de 1990 no obliga a su elaboración. No obstante, en el nuevo Plan General de Contabilidad, que se espera que sea aprobado pronto, sí se contempla como información de obligatoria publicación por las empresas. El nuevo Plan, basado en las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), elaboradas por el International Accounting Standard Board (IASB) y su predecesor, el International Accounting Standard Committee (IASC), organismo emisor de normas internacionales de contabilidad, sí recogerá como estado contable de obligatoria elaboración y publicación un estado de flujos de efectivo.

La importancia de la información sobre los movimientos de tesorería de las empresas ha llevado a muchos autores a defender la utilización del criterio de caja frente al de devengo a efectos contables. Así, Coughlan (1960 y 1962) propuso la elaboración de información de tesorería tanto histórica como previsional y Edey (1963), que defendió la elaboración de información previsional de flujos de tesorería, junto con estados de posición financiera expresados en valores netos realizables. Asimismo, Staubus (1961), señaló la importancia de la información de flujos de tesorería para la toma de decisiones de los inversores, ampliando su estudio en 1966 a cualquier grupo de usuarios. Otras aportaciones sobre el particular pueden encontrarse también en Thomas (1974), Briston y Fawthrop (1971), Jones (1975) y Climo (1976), así como, especialmente en los trabajos de G. H. Lawson y T. A. Lee. Lawson considera que la empresa es un sistema de información financiera que puede reflejarse en su totalidad a través de los flujos de tesorería (Lawson, 1971a y 1971b), y que el análisis de los flujos de tesorería es útil también para corregir los efectos de la inflación sobre las cifras contables y para aclarar cuestiones relacionadas con la política fiscal (Lawson, 1980). Por su parte, Lee (1986) entiende que la información financiera debe ser útil a un número más amplio de usuarios, para lo que propone, al igual que Lawson (1985), que la información sea elaborada con flujos de tesorería tanto históricos como previsionales y completada por un estado que recoja las diferencias entre los flujos previstos y los realizados. Otros autores relacionan los flujos de tesorería con diferentes variables (Kaplan y Zingales, 2000; Houston y James, 2001; Cohen *et al.,* 2002; Ljungqvist y Richardson, 2003; Hecht y Vuolteenaho, 2005; Santos y Veronesi, 2005).

En resumen, los defensores de la información de flujos de tesorería consideran la liquidez como el aspecto más importante para establecer un juicio acerca de la

gestión de la empresa, considerando el flujo de tesorería y no el beneficio como el objetivo final de la actividad empresarial, el cual garantiza la supervivencia de la empresa. La tendencia actual es la predicción de los flujos de tesorería futuros, que se convierte en la variable objetivo (Giner Inchausti y Sancho Pérez, 1996).

3. La relación entre los flujos de tesorería y la política económica

La actividad que llevan a cabo las empresas se ve afectada por factores tanto internos como externos:

— Desde el punto de vista interno, las decisiones adoptadas en el seno de la empresa afectan a todos sus procesos, como el de producción, el de financiación, el de distribución, el de cobro, etcétera. Y por lo tanto a la generación de resultados positivos.

— Desde el punto de vista externo, las decisiones adoptadas por el decisor político afectan de forma importante a la actividad empresarial. En la mayor parte de los casos, inciden sobre las empresas a través de una doble vía:

1. Directamente, ya que influye sobre las decisiones que adoptarán los empresarios al incidir dichas medidas sobre la actividad que desarrollan. Por ejemplo, un aumento en el precio de los carburantes afectaría negativamente a las empresas elevando sus costes de distribución, lo que les obligaría a repercutir dichos costes a sus clientes o a replantear su sistema de distribución, ocasionando un efecto negativo sobre los precios, lo que más tarde o más temprano obligará a actuar al gobierno.
2. Indirectamente, ya que esas medidas alterarán el comportamiento de otros agentes económicos, por ejemplo, de los consumidores, que modificarán su consumo incidiendo, en definitiva, sobre las decisiones empresariales. Así, una subida de los impuestos provoca una disminución de la renta disponible que tiene como consecuencia la disminución del consumo y por lo tanto, del volumen de la cifra de negocios de las empresas.

La política fiscal

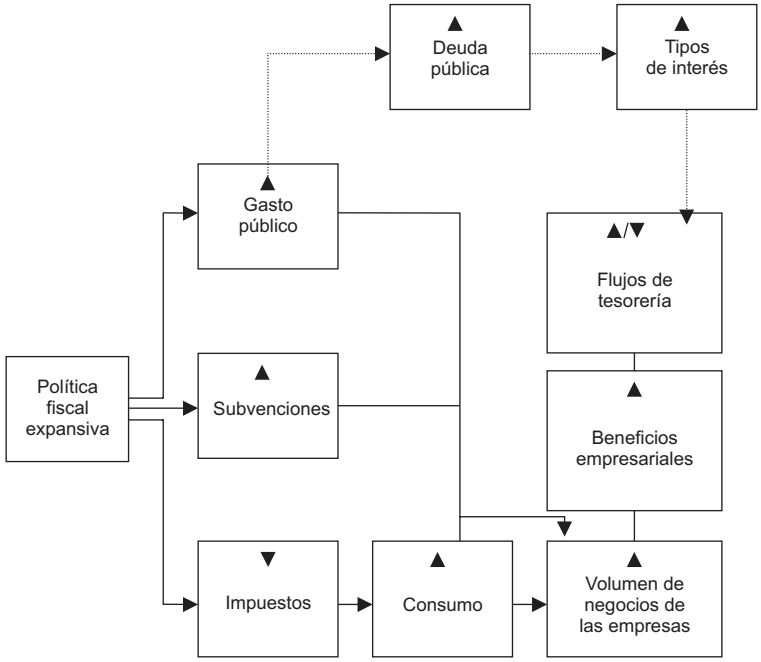
La política fiscal actúa a través de los programas de ingresos y gastos públicos elaborados por la autoridad económica, persiguiendo entre otros fines proporcionar incentivos a los empresarios para que aumenten su producción, dando así lugar a un aumento del empleo. Esto puede hacerse de diferentes formas (Calvo Bernardino y Galindo Martín, 1990):

1. En el caso del gasto, una incidencia directa se produciría a través de la concesión de subvenciones a las empresas. Por su parte, un efecto indirecto se conseguiría aumentando la capacidad de gasto de las familias, por la vía del incremento del gasto público, por ejemplo, mediante la concesión de los transportes públicos, etcétera, para incrementar así su demanda dirigida a la compra de los productos o servicios ofertados por las empresas, o mejorando las infraestructuras de comunicación, lo que conseguiría un abaratamiento de los costes de distribución y/o el acceso a nuevos mercados.
2. En el caso de los ingresos vía impuestos, la incidencia es similar. Una reducción del Impuesto de Sociedades supondría un importante incentivo para que las empresas ampliasen su actividad, mientras que, por ejemplo, la rebaja del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas supondría una mayor renta disponible para las familias, con la correspondiente expansión de su demanda.

En definitiva, una política fiscal expansiva tendría como finalidad, entre otras, animar a los empresarios a desarrollar y ampliar su actividad. Como se puede comprobar en el Esquema 1, una política fiscal expansiva provocaría un aumento del consumo de los agentes económicos, con lo que las empresas tendrían un mayor volumen de ventas y, por tanto, de cobros, favoreciendo así la corriente de entrada de flujos de tesorería. Este proceso sólo se vería afectado por la forma de financiar dicha política. Así, si se emite más deuda pública, entonces el tipo de interés aumentaría, por lo que aquellas empresas que se estén financiando externamente verán encarecidos sus créditos, con lo que sus

ESQUEMA 1

EFECTOS DE UNA POLÍTICA FISCAL EXPANSIVA



FUENTE: GALINDO MARTÍN y MÉNDEZ PICAZO, 2001.

pagos serán mayores, lo que haría aumentar la corriente de salida de flujos de tesorería, reduciendo de esta manera la variación positiva.

Obviamente, los efectos beneficiosos que acabamos de indicar dependen de lo eficaz que resulte la política fiscal y de los efectos indirectos que de la misma se derivan.

Sin embargo, y en contraste con estos efectos beneficiosos, una política fiscal expansiva puede dar origen a distintas situaciones que podrían afectar negativamente a la cadena de acontecimientos que hemos recogido en el Esquema 1, como son las siguientes:

1. El aumento del gasto público o la reducción de los impuestos darían lugar a un incremento de los precios como consecuencia del estímulo de la demanda. Esto favorecería en un primer momento a las empresas, ya que obtendrían mayores ingresos por el mismo producto, viéndose afectado su flujo de entrada de tesorería positivamente. Sin embargo, a medida que las familias vayan adaptándose a la nueva situación, este efecto desaparecería. Las familias podrían exigir subidas salariales, lo que incrementaría los costes de las empresas[1] o bien llevarían a cabo unos efectos sustitución, desviando su consumo hacia los bienes sustitutivos que les resulten más baratos.

[1] Obviamente, las empresas podrían responder con un incremento de los precios, para mantener así su margen de beneficios, pero ello provocaría una indeseable espiral precios-salarios-precios.

2. El déficit público que se deriva de una política expansiva adoptada tiene que ser financiado. Si bien, en un primer momento, se llevaría a cabo a través de emisión de deuda pública, con el efecto sobre el tipo de interés ya mencionado, hay que considerar la posibilidad de que tarde o temprano habrá que hacerlo también a través de impuestos, sobre todo si dicho déficit alcanzase niveles preocupantes. Ese aumento de los impuestos ocasionaría un efecto negativo sobre el volumen de ventas de las empresas y, por tanto, en su flujo de entradas de tesorería.

3. La subida del tipo de interés derivado de la política fiscal expansiva ocasiona un incremento de los costes financieros de las empresas y un freno para sus decisiones de inversión. Ello provoca que la actividad productiva no se incremente, ni se potencie la creación de nuevos puestos de trabajo, que supondrían una demanda adicional que aumentaría la corriente de entradas de tesorería de las empresas.

Frente a estos efectos negativos que hemos destacado derivados de una política fiscal expansiva, cabría preguntarse si el Pacto de Estabilidad y Crecimiento adoptado por los países de la Unión Monetaria, sería una medida adecuada para evitarlos y favorecer a las empresas (Galindo Martín *et al.,* 2002, 88). En este sentido, la respuesta resulta bastante ambigua, y dependerá de cada país en concreto. Aquellos cuyas infraestructuras sean escasas u obsoletas se verían afectados negativamente por dicho Pacto, ya que no podrían realizar las actividades que posibilitarían a sus empresas ser más competitivas, lo que acabaría afectando negativamente a sus cuentas de resultados. Es por ello que creamos conveniente que el diseño de la política fiscal que se lleve a cabo dependa de la situación estructural de cada economía en concreto, además de no tener que renunciar a practicar una política anticíclica en los momentos bajistas del ciclo, sin que ello suponga, por supuesto, el empleo discrecional del gasto público que conduzca a elevados déficit públicos que tengan que financiarse con una mayor carga de la deuda o con impuestos extraordinarios.

Ahora bien, junto a estos aspectos que acabamos de indicar, hay que tener también presente el papel que tiene la política monetaria como complemento de la política fiscal, que incidiría en la eficacia de las actuaciones que acabamos de exponer.

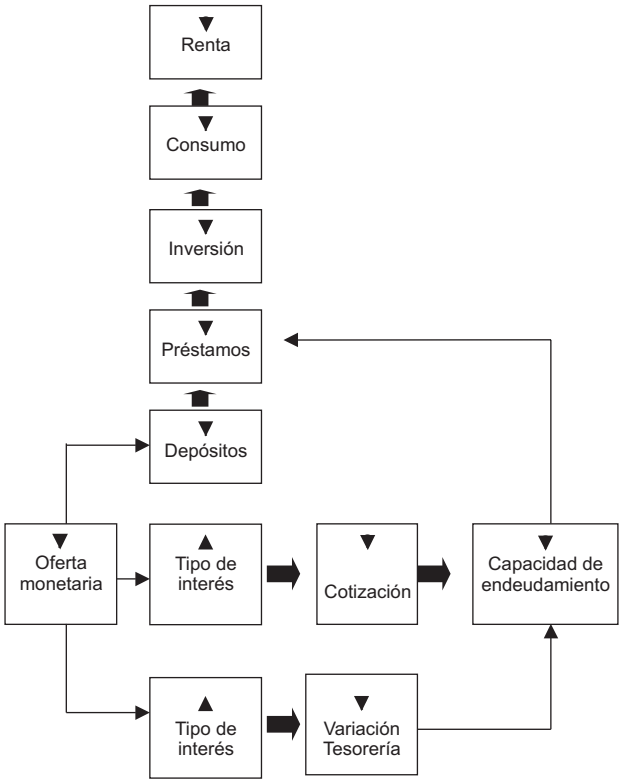
El Esquema 2 muestra que variaciones en la oferta monetaria afectan a los flujos de tesorería al variar el tipo de interés (Hernando y Tiomo, 2002; Méndez Picazo, 2006). Una política monetaria restrictiva a través de una disminución de la oferta monetaria y aumentos en el tipo de interés, reduciría los flujos positivos de tesorería de las empresas e incrementaría los negativos por la devolución de las deudas y por el menor consumo de sus productos por parte de las familias debido a su menor capacidad de endeudamiento. Sin embargo, tendría efectos positivos sobre los precios, que conllevarían también una disminución de los flujos negativos de tesorería.

4. Análisis empírico

Basándonos en el razonamiento teórico anterior, hemos intentado estudiar empíricamente las relaciones entre los flujos de tesorería y las políticas fiscal y monetaria, encontrando ciertas dificultades referidas especialmente a la obtención de los datos, ya que, si bien existen datos aceptables para el caso de las variables de modelos macroeconómicos, no ocurre lo mismo con el caso de los flujos de tesorería, cuya información actualmente es muy escasa, no sólo en el ámbito nacional sino también en el internacional, y prácticamente inexistente a nivel agregado. Por ello hemos tomado la información sobre flujos de tesorería proporcionada por la Central de Balances del Banco de España referida a las empresas que colaboran con el mismo, lo que supone un importante sesgo al tratarse mayoritariamente de empresas grandes con gran predominio de la actividad industrial. A pesar de ello, hemos elaborado una información estadística sobre la variación neta de tesorería que nos ha parecido adecuada para llevar a cabo la estimación. De este modo analizaremos la influencia de las políticas fiscal y monetaria sobre la variación de tesore-

ESQUEMA 2

EFECTOS DE UNA POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA



FUENTE: FERNÁNDEZ DÍAZ *et al.* (1999) y GALINDO MARTÍN Y MÉNDEZ PICAZO (2002).

ría. Para ello hemos escogido como representante de la primera a los impuestos directos y sobre el capital y como representante de la segunda a la oferta monetaria, definida como M1, es decir, los depósitos a la vista más el efectivo.

La ecuación a estimar sería la siguiente (Méndez Picazo, 2006):

$$Cf = Constante + M_1 + \zeta + \tau + rho^*u\ (-1) + et$$

siendo *Cf* la variación de tesorería, M_1 la oferta monetaria en términos reales, ζ el impuesto sobre la renta, τ el impuesto indirecto, *rho*u* (–1) el término que se emplea para evitar la autocorrelación y *et* el término de error.

Como se ha expuesto en el estudio teórico, cabe pensar que la relación entre la oferta monetaria y la variación de tesorería es positiva, ya que al aumentar la cantidad de dinero, los agentes económicos disponen de más recursos para gastar, lo que hace que aumenten los flujos de tesorería[2]. Lo contrario ocurriría en el caso

[2] Ver SASTRE (1997), FERNÁNDEZ DÍAZ *et al.* (1999), HERNANDO y MARTÍNEZ PAGÉS (2002) y HERNANDO y TIOMO (2002).

CUADRO 1

VARIABLE DEPENDIENTE: *CASH FLOW*

Variables	
Constante	35,139 (3,184)
Oferta monetaria	10,656 (4,467)
Impuestos sobre capital	–1,375 (–2,382)
Impuestos directos	–2,688 (–2,021)
AR (1)	–0,243 (–1,168)
R2 Ajustado	0,461
Durbin Watson	2,049
F	4,203

NOTA: t estadístico entre paréntesis.

de los impuestos, ya que sus incrementos reducirían la capacidad de gasto y, por tanto, los flujos[3].

Se ha realizado la estimación, empleando el método de los Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), considerando el período 1982-2000 para el caso de España. Las variables se toman en logaritmos y se presentan en pesetas constantes de 1995 y en términos per cápita.

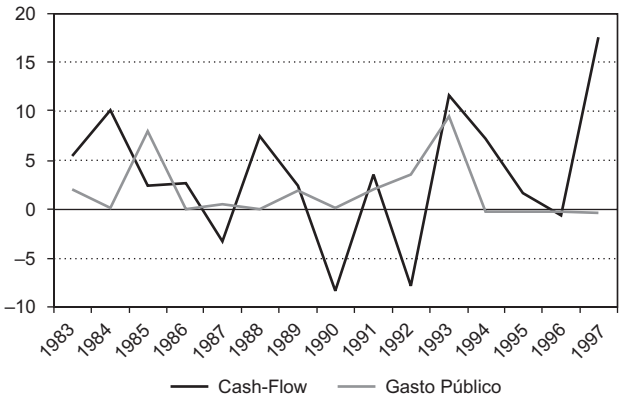
Los datos obtenidos se recogen en el Cuadro 1.

Como se puede comprobar, los signos de las variables son los esperados y además resultan significativas. Así pues, los instrumentos de política fiscal presentan una influencia negativa sobre el *cash flow* empresarial. Por el contrario, la oferta monetaria, provoca una intensa respuesta positiva. Los residuos de la ecuación son AR (1). Como el término de error *et* es independiente y su varianza es constante, la estimación se ha realizado siguiendo la metodología de los MCO.

[3] Ver GALINDO MARTÍN y MÉNDEZ PICAZO (2001) y GALINDO MARTÍN *et al.* (2002).

GRÁFICO 1

***CASH-FLOW* Y GASTO PÚBLICO**



Finalmente, mostramos el Gráfico 1 en el que aparece de nuevo la variación de tesorería, pero con una variable que no hemos incluido en nuestra estimación, el gasto público, que también es representativa de la política fiscal, como ya expusimos.

Como se puede comprobar en dicho gráfico, el comportamiento de ambas variables es dispar, por lo que no parece que guarden mucha relación entre ellas y ésta ha sido una de las causas por las cuales hemos optado por incluir en la estimación sólo los ingresos públicos que, en cambio, sí que tienen una incidencia sobre la variación de tesorería.

4. Conclusiones

La información sobre flujos de tesorería es de gran importancia para los usuarios de la información financiera a la hora de tomar decisiones de carácter económico. Como hemos visto a lo largo de este trabajo, tanto desde el punto de vista teórico, como desde el empírico, la política fiscal puede tener un efecto importante sobre los flujos netos de tesorería de las empresas, ya que aumentos del gasto público o disminuciones de los impuestos generan incrementos de las variaciones netas de tesorería de las empresas.

El diseño de las políticas de que dispone el decisor a la hora de alcanzar sus objetivos, puede incidir de forma positiva sobre las corrientes de flujos de tesorería de las empresas, lo que conllevaría la posibilidad de un incremento de su actividad y su productividad, que generaría un mayor empleo y el crecimiento de la economía. En lo que se refiere a la política fiscal, si es expansiva puede tener efectos tanto positivos como negativos sobre los flujos de tesorería de las empresas. Por una parte, el mayor gasto público o la reducción de los impuestos, propiciaría un aumento del consumo de los agentes económicos, que conduciría a un incremento de la producción de las empresas, que, a la postre, significaría mayores volúmenes de ventas y cobros, lo que repercutiría favorablemente en los flujos de tesorería. Ahora bien, en el caso de que se optase por aumentar el gasto público, habría que contemplar los efectos derivados de su financiación sobre los flujos de tesorería, cuando dicha financiación se realizara mediante la emisión de deuda pública, ya que daría lugar a aumentos en los tipos de interés, encareciendo así los créditos y conduciendo a mayores salidas de tesorería, que reducirían la variación positiva de la misma. Sin embargo, la financiación del mayor gasto vía impuestos podría frenar los deseos inversores de los empresarios, y el mayor gasto público, lo que provocaría flujos positivos de tesorería. Por otro lado, habría que considerar como efecto negativo sobre los flujos las exigencias por parte de los trabajadores de mayores retribuciones para no perder capacidad adquisitiva, por lo que los factores productivos resultarían más caros como consecuencia de la inflación de demanda que se produciría.

En lo concerniente a la política monetaria, ésta puede afectar al comportamiento empresarial mediante alteraciones en los tipos de interés, a través del crédito o de variaciones de la oferta monetaria.

Por su parte, el análisis empírico muestra una incidencia negativa de los instrumentos de la política fiscal, al contrario de lo que ocurre con los de política monetaria, que tiene unos acusados efectos positivos, a través de la oferta monetaria.

Referencias bibliográficas

[1] BRISTON, R. J. y FAWTHROP, R. A. (1971): «Accounting Principles and Investor Protection», *Journal of Business Finance,* verano, páginas 10-19.

[2] CALVO BERNARDINO, A. y GALINDO MARTÍN, M. A. (1990): *La teoría de la política fiscal,* Madrid, Dickinson.

[3] CLIMO, T. A. (1976): «Cash Flow Statements for Investors», *Journal of Business Finance & Accounting,* otoño, páginas 3-15.

[4] COHEN, R. B.; GOMPERS, P. A. y VUOLTEENAHO, T. (2002): «Who Underreacts to *Cash Flow* News? Evidence from Trading Between Individuals and Institutions», *NBER Working Paper Series, Working Paper,* 8.793, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

[5] COUGHLAN, J. W. (1960): «Contrast Between Financial Statement and Discounted *Cash Flow* Methods of Comparing Proyects», *NAA Bulletin,* junio, páginas 5-17.

[6] COUGHLAN, J. W. (1962): «Accounting and Capital Budgeting», *The Business Quarterly,* otoño, páginas 39-48.

[7] EDEY, H. C. (1963): «Accounting Principles and Business Reality», *Accountancy,* noviembre, páginas 998-1.002 y diciembre, páginas 1.083-1.088.

[8] ESTEO SÁNCHEZ, F. (1995): *Análisis de Estados Financieros. Planificación y Control,* Madrid, CEF.

[9] FERNÁNDEZ DÍAZ, A.; RODRÍGUEZ SAIZ, L.; PAREJO GÁMIR, J. A.; GALINDO MARTÍN, M. A. y CALVO BERNARDINO, A. (1999): *Política monetaria: su eficacia y enfoques alternativos,* tomo I, AC, Madrid.

[10] FIDALGO CERVIÑO, E. (2002): «La información financiera en el futuro II: nuevos estados contables y nuevos ámbitos», en MORENO-LUQUE ABOGADOS: *Presente y futuro de la información financiera,* Barcelona, Gestión 2000, páginas 281-323.

[11] GALINDO MARTÍN, M. A. y MÉNDEZ PICAZO, M. T. (2001): «Política económica, *cash-flow* y crecimiento», *Revista ICADE,* número 52, enero-abril, páginas 13-26.

[12] GALINDO MARTÍN, M. A. y MÉNDEZ PICAZO, M. T. (2002): «*Cash Flow* Effects on Economic Growth», *International Advances in Economic Research,* volumen 8, número 2, mayo.

[13] GALINDO MARTÍN, M. A.; MONTERO LORENZO, J. M. e IGLESIAS SUÁREZ, A. (2002): «Déficit público y Pacto de Estabilidad y Crecimiento: el reto de las economías europeas», *CLM Economía,* número 1, páginas 71-98.

[14] GIL LAFUENTE, A. M. (1998): *Fundamentos de análisis financiero,* Barcelona, Ariel.

[15] GINER INCHAUSTI, B. y SANCHO PÉREZ, A. (1996): «Análisis dinámico de la capacidad de los flujos de fondos para determinar los futuros flujos de caja», *Revista Española*

de Financiación y Contabilidad, volumen XXV, número 86, enero-marzo, AECA, páginas 9-34.

[16] HECHT, P. y VUOLTEENAHO, T. (2005): «Explaining returns with *cash flow* proxies», *NBER Working Paper Series, Working Paper,* 11.169, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

[17] HERNANDO, I. y MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2002): «El papel del crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», *Perspectivas del Sistema Financiero,* número 75.

[18] HERNANDO, I. y TIOMO, A. (2002): «Financial Constraints and Investment in France and Spain: A Comparison Using Firm Level Data», *Documento de Trabajo,* número 0214, Banco de España, Servicio de Estudios.

[19] HOUSTON, J. F. y JAMES, C. M. (2001): «Do Relationships Have Limits? Banking Relationships, Financial Constraints and Investment», *The Journal of Business,* volumen 74, número 3, julio, The University Chicago Press, páginas 347-374.

[20] JONES, C. H. (1975): «Accounting Standards: A Blind Alley?», *Accounting and Business Research,* otoño, páginas 273-279.

[21] KAPLAN, S. N. y ZINGALES, L. (2000): «Investment-*Cash Flow* Sensitivities are not Valid Measures of Financial Constraints», *NBER Working Paper Series, Working Paper,* 7.659, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

[22] LAWSON, G. H. (1971a): «*Cash Flow* Accounting», *The Accountant,* 28 de octubre, páginas 586-589.

[23] LAWSON, G. H. (1971b): «*Cash Flow* Accounting-II», *The Accountant,* 4 de noviembre, páginas 620-622.

[24] LAWSON, G. H. (1980): «The Measurement of Corporate Profitability on a Cash-flow Basis», *International Journal of Accounting,* otoño, páginas 11-46.

[25] LAWSON, G. H. (1985): «The Measurement of Corporate Performance on a *Cash Flow* Basis: A Reply to Mr. Egginton», *Accounting and Business Research,* verano, páginas 99-108.

[26] LAWSON, G. H. (1994): «The Measurement of the Economic Performance of the U.S. Nonfinancial Corporate Business Sector 1946-1990: An Application of the Shareholder Value Creation Concept», *Martin Luther University at Halle,* Saale, septiembre.

[27] LEE, T. A. (1986): *Towards a Theory and Practice of* Cash Flow *Accounting,* Londres, Garland Publishing.

[28] LJUNGQVIST, A. y RICHARDSON, M. (2003): «The *Cash Flow,* Return and Risk Characteristics of Private Equity», *NBER Working Paper Series, Working Paper,* 9.454, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

[29] MÉNDEZ PICAZO, M. T. (2006): «The Relation Between Fiscal Policy and Firm Cash Flows», *Journal of Public Policy,* volumen 1, Issue 3, páginas 258-265.

[30] RIEBOLD, G. (1969): *Le cash-flow, dimension nouvelle du Control Gestion,* Madrid, Les Editions d'Organisation, ICE.

[31] RIVERO TORRE, P. (2002): *Análisis de balances y estados complementarios,* Madrid, Pirámide.

[32] SÁNCHEZ ARROYO, G. (2002): *Análisis e interpretación de la información contable,* Madrid, Pirámide.

[33] SANTOS, T. y VERONESI, P. (2005): «*Cash Flow* Risk, Discount Risk and the Value Premium», *NBER Working Paper Series, Working Paper,* 11.816, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

[34] SASTRE, M. T. (1997): «El papel del sistema bancario en el mecanismo de transmisión monetaria», en SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA: *La política monetaria y la inflación en España,* Madrid, Alianza.

[35] STAUBUS, G. J. (1961): *A Theory of Accounting for Investors,* Berkeley, University of California Press.

[36] THOMAS, A. L. (1974): «The Allocation Problem in Financial Accounting Theory», AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION (AAA), *Studies in Accounting Research,* número 3, Sarasota, Florida.

Legislación

[37] PROYECTO DE LEY DE REFORMA Y ADAPTACIÓN DE LA LEGISLACIÓN MERCANTIL en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.

[38] REGLAMENTO (CE) número 1725/2003 DE LA COMISIÓN, de 29 de septiembre de 2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) número 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo.