

# **ANÁLISIS DE LOS ESTADOS DE CIRCULACIÓN FINANCIERA: CUADRO DE FINANCIACIÓN Y ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO**

**Por: Fernando Ruiz Lamas  
Universidad de La Coruña**

## **ÍNDICE:**

- 1. PRESENTACIÓN**
- 2. CLASIFICACIÓN DE LOS FLUJOS POR ACTIVIDADES**
  - 2.1. Flujos de efectivo de financiación
  - 2.2. Flujos de efectivo de inversión
  - 2.3. Flujos de efectivo de explotación
- 3. EQUILIBRIO ENTRE LOS FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES: CASOS POSIBLES**
- 4. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE LOS FLUJOS CLASIFICADOS POR ACTIVIDADES**
  - 4.1. Hipótesis de equilibrio
  - 4.2. Desequilibrios
  - 4.3. Clasificación por actividades de un cuadro de financiación
  - 4.4. Comparación con un estado de flujos de efectivo
  - 4.5. Otros factores a tener en cuenta
    - 4.5.1. Recursos procedentes de las operaciones y flujos de caja de explotación
    - 4.5.2. Analizando la procedencia de los recursos: proporción entre flujos de explotación y flujos de financiación
    - 4.5.3. Proporción entre flujos de financiación exigibles y no exigibles
    - 4.5.4. Cuantía y signo de los diferentes flujos de inversión
    - 4.5.5. Comparación con un estado de flujos plurianual
- 5. BIBLIOGRAFÍA**

# ANÁLISIS DE LOS ESTADOS DE CIRCULACIÓN FINANCIERA: CUADRO DE FINANCIACIÓN Y ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

Por: Fernando Ruiz Lamas  
Universidad de La Coruña

## 1. PRESENTACIÓN

En esta lección vamos a explicar cómo se analiza un estado de circulación financiera, ya sea un cuadro de financiación o un estado de flujos de efectivo.

Para ello empezaremos clasificando los diferentes flujos de fondos bajo un criterio de operaciones o actividades.

## 2. CLASIFICACIÓN DE LOS FLUJOS POR ACTIVIDADES

El análisis de un estado de circulación financiera se basa en el estudio de la cuantía y procedencia de las fuentes de financiación captadas en el ejercicio así como de su empleo o aplicación. El análisis resulta de especial utilidad cuando clasificamos los flujos por actividades:

$$\begin{array}{rcl} \underline{\text{Recursos}} & = & \underline{\text{Empleos}} \\ \text{FFO} + \text{FFF} & = & -\text{FFI} \end{array}$$

Donde:

FFO: flujos de fondos de explotación o por operaciones corrientes.

FFF: flujos de fondos por actividades de financiación.

FFI: flujos de fondos por actividades de inversión.\*

\* Con signo menos, dado que el empleo de fondos supone una salida de recursos (una aplicación o un pago).

Para las variaciones de tesorería y otros medios líquidos equivalentes, el análisis de un estado de flujos de efectivo parte del estudio de la identidad:

$$\begin{array}{rcl} \underline{\text{Recursos}} & = & \underline{\text{Empleos}} \\ \text{FCO} + \text{FCF} & = & \text{-FCI} \end{array}$$

Donde:

FCO: flujos de efectivo de explotación (cobros menos pagos).

FCF: flujos de efectivo de financiación (cobros menos pagos).

FCI: flujos de efectivo de inversión (cobros menos pagos).

Hagamos un pequeño repaso del contenido de cada uno de estos flujos:

## 2.1. Flujos de efectivo de financiación

Son los cobros por operaciones de financiación externa, ajena o propia, ya sea por la obtención de un crédito o préstamo, o por aportaciones de accionistas (una ampliación de capital, por ejemplo). También recoge los cobros por subvenciones de capital.\* Para su cálculo, se restan los pagos por amortización de deudas y los pagos a accionistas, tanto por dividendos como en concepto de reducciones de capital.

\* Alternativamente, los cobros por subvenciones de capital podrían clasificarse como flujos de inversión, compensando a los pagos por la adquisición de activos fijos o no corrientes.

## 2.2. Flujos de efectivo de inversión

Con signo más, es decir, como cobros, se incluyen los debidos a ventas de inmovilizado e inversiones financieras temporales. Los pagos, por tanto, lo serán por el precio de compra de tales activos. Al analizar el estado de flujos de efectivo se puede optar por incluir entre los flujos de inversión la variación del saldo de tesorería.

## 2.3. Flujos de efectivo de explotación

Representan básicamente los cobros por ventas y prestaciones de servicios registrados durante el ejercicio, más los cobros de intereses y dividendos producidos por las inversiones financieras, menos los pagos por compras y otros gastos de explotación, menos los pagos de intereses de deudas y menos los pagos en concepto de impuesto sobre beneficios. También se definen como todos los que no se clasifiquen como de inversión o de financiación.\*

\*Alternativamente, los cobros de intereses y dividendos se pueden clasificar como flujos de inversión, y los pagos de intereses, como flujos de financiación.

### 3. EQUILIBRIO ENTRE LOS FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES: CASOS POSIBLES

Jugando con los signos de las diferentes clases de flujos de efectivo, se presentan los siguientes casos:

Caso nº	FCO	FCF	FCI	Descripción
1.	-	+	-	introducción
2.	+	+	-	crecimiento
3.	+	-	-	madurez
4.	+	-	+	declive
5.	-	+	+	reestructuración
6.	-	-	+	liquidación

El caso nº 1, que hemos denominado "introducción", es típico de empresas que acaban de iniciar su actividad o que se encuentran en una fase de fuerte crecimiento de sus ventas: sus recursos proceden exclusivamente de la financiación externa, que financia los pagos netos por inversiones y el exceso de pagos sobre cobros por operaciones corrientes.

Caso nº	FCO	FCF	FCI	Descripción
1.	-	+	-	introducción

El caso nº 2, "crecimiento", es el de una empresa que ya obtiene flujos de caja de explotación positivos, pero que aún necesita financiación externa para sufragar sus inversiones.

Caso nº	FCO	FCF	FCI	Descripción
2.	+	+	-	crecimiento

El caso nº 3, "madurez", representa a una empresa que financia todas sus inversiones con el efectivo que ella misma genera. Los flujos de explotación financian las compras de inmovilizado e inversiones financieras temporales, así

como las devoluciones de deudas a los acreedores, los pagos de dividendos y las reducciones de capital, en su caso.

Caso nº	FCO	FCF	FCI	Descripción
3.	+	-	-	madurez

En el caso nº 4, "declive", a diferencia del anterior, los cobros por venta de inmovilizado e inversiones financieras temporales superan a los pagos. Con tales fondos y con los flujos de explotación positivos se paga a acreedores y a accionistas.

Caso nº	FCO	FCF	FCI	Descripción
4.	+	-	+	declive

El caso nº 5, "reestructuración", es el de una empresa cuyos pagos de explotación superan a los cobros de explotación. Este déficit se financia tanto con financiación externa como con la venta de activos.

Caso nº	FCO	FCF	FCI	Descripción
5.	-	+	+	reestructuración

En el caso nº 6, "liquidación", la única fuente de recursos es la venta de activos, dado que los flujos de caja de explotación son negativos y los suministradores de fondos externos no aportan dinero sino que lo retiran.

Caso nº	FCO	FCF	FCI	Descripción
6.	-	-	+	liquidación

## 4. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE LOS FLUJOS CLASIFICADOS POR ACTIVIDADES

### 4.1. Hipótesis de equilibrio

Para analizar si la empresa se encuentra en equilibrio financiero dinámico debemos partir del siguiente principio:

"A medio plazo, toda empresa debe obtener flujos de explotación positivos, en cuantía suficiente como para financiar sus inversiones de mantenimiento".

El concepto de inversión de mantenimiento admite diferentes interpretaciones. Una de ellas es la de considerar como tales a las necesarias para mantener la posición competitiva de la empresa (cuota de mercado, rentabilidad, calidad...).

## 4.2. Desequilibrios

Los cuatro primeros casos de la tabla anterior se corresponden con las sucesivas etapas en el ciclo de vida de un negocio. Se entiende, por tanto, que se trata de posiciones de equilibrio si responden a esa fase concreta en la vida de la empresa.

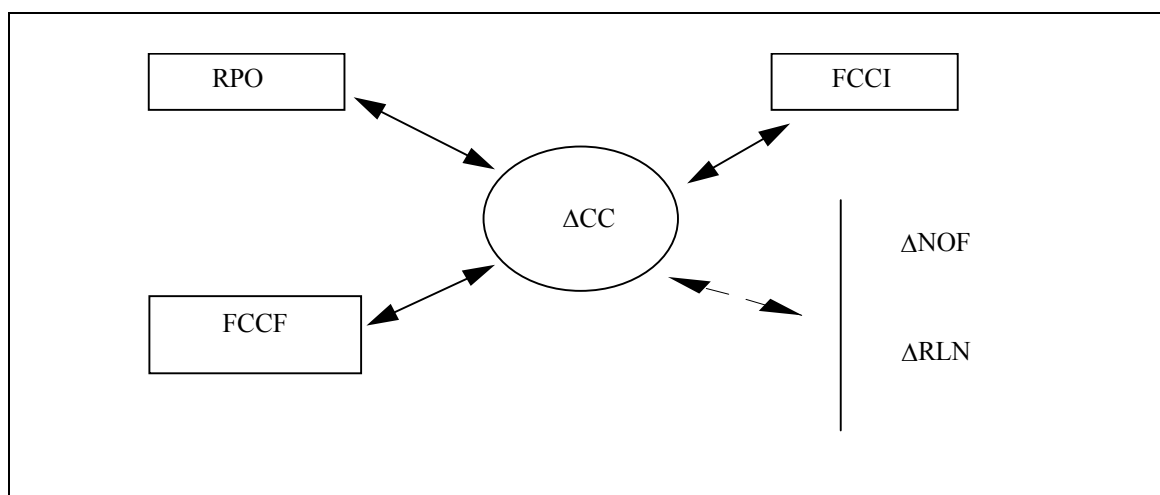
Así, decíamos que el caso nº 1 es el propio de empresas jóvenes o con un fuerte crecimiento de sus ventas. Pero puede darse también en firmas que no cumplan alguna de esas dos condiciones, lo cual sería síntoma de un desequilibrio financiero. La empresa saldrá de él sólo si las nuevas inversiones, financiadas exclusivamente con recursos ajenos, son lo suficientemente rentables como para empezar a obtener flujos de explotación positivos, mediante los cuales se podrá posteriormente hacer frente a la devolución de deudas y al pago de dividendos.

Si el desequilibrio se acrecienta, la empresa puede llegar a caer en el caso nº 5, "reestructuración": puede llegar a tener que vender activos -se supone que los menos rentables- para seguir funcionando.

## 4.3. Clasificación por actividades de un cuadro de financiación

En principio, el cuadro de financiación también permite un análisis de los flujos por actividades. Su representación gráfica esquemática sería:

Figura 1: Representación esquemática de un cuadro de financiación clasificado por actividades.



Donde:

RPO: Recursos procedentes de las operaciones.

FCCF: Flujos de capital circulante por actividades de financiación.

FCCI: Flujos de capital circulante por actividades de inversión.

$\Delta$ CC: Variación del capital circulante.

$\Delta$ NOF: Variación de las necesidades operativas de fondos (activo circulante de explotación, menos pasivo circulante de explotación)

$\Delta$ RLN: Variación de los recursos líquidos netos (inversiones financieras temporales y tesorería, menos deudas financieras a corto plazo).

#### **4.4. Comparación con un estado de flujos de efectivo**

Las conclusiones serían similares a las obtenidas al analizar un estado de flujos de efectivo con tal de profundizar en la interpretación de la variación del capital circulante: no es lo mismo que el capital circulante disminuya porque lo hacen las necesidades operativas de fondos que porque caen los recursos líquidos netos.

Se necesita, además, relacionar la variación de las necesidades operativas de fondos con los cambios en los recursos procedentes de las operaciones. Esta relación ya está implícita, al analizar un estado de flujos de efectivo, en la cuantía obtenida en el apartado de flujos de caja de explotación. Por esta razón, el análisis de este estado resulta más sencillo y directo.

#### **4.5. Otros factores a tener en cuenta**

Con todo, ya sea partiendo de un estado de variaciones en el capital circulante o de un estado de flujos de efectivo, la lista de casos de equilibrio entre flujos por actividades anteriormente expuesta puede resultar insuficiente para explicar las diferentes situaciones en que puede encontrarse una empresa. Es decir, atendiendo a otros factores, dos compañías, incluso dentro de un mismo caso, pueden ofrecer realidades bien distintas. A este respecto, se deben estudiar las siguientes cuestiones:

- a) Comparación entre los recursos procedentes de las operaciones y los flujos de caja de explotación.
- b) Proporción entre flujos de explotación y flujos de financiación.
- c) Proporción entre flujos de financiación exigibles y no exigibles.
- d) Cuantía y signo de los diferentes flujos de inversión.
- e) Comparación con un estado de flujos plurianual.

##### **4.5.1. Recursos procedentes de las operaciones y flujos de caja de explotación**

Resulta relevante comparar la variación del capital circulante por actividades de explotación, esto es, los recursos procedentes de las operaciones, como indicador de los recursos generados por la empresa, con los flujos de efectivo por actividades de explotación. Al respecto, se da la siguiente relación:

$$\text{FCO} = \text{RPO} - \Delta\text{NOF};$$

Es decir, las diferencias que puedan existir entre los recursos procedentes de las operaciones y los flujos de efectivo de explotación se deben a la variación de las necesidades operativas de fondos. A su vez, esta variación dependerá básicamente de la evolución de tres variables: las ventas, el margen de explotación y la rotación de las necesidades de fondos. Las diferentes explicaciones posibles se clasificarían así:

a)  $\text{FCO} > \text{RPO}; \Delta\text{NOF} < 0$

Factor explicativo principal:

- a-1) Aumento de la rotación del capital circulante ordinario (factor positivo).
- a-2) Disminución de la producción y las unidades vendidas (factor negativo)
- a-3) Disminución en el margen (factor negativo)

b)  $\text{FCO} < \text{RPO}; \Delta\text{NOF} > 0$

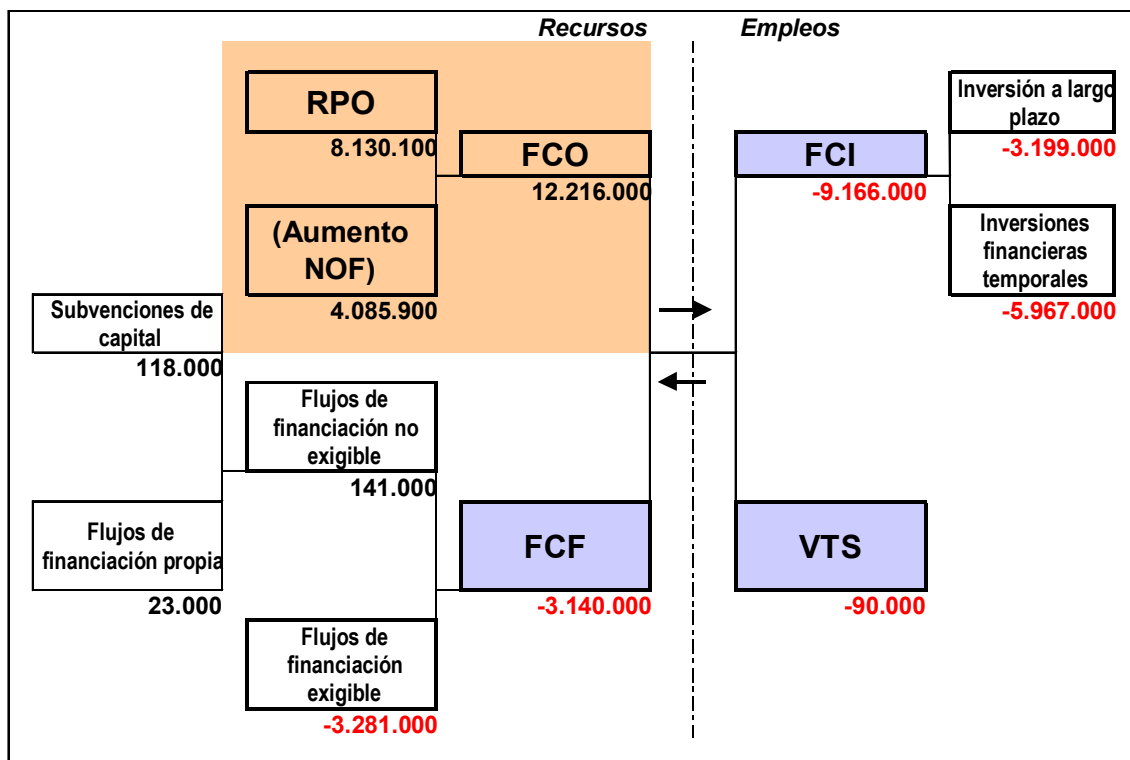
Factor explicativo principal:

- b-1) Disminución de la rotación del capital circulante ordinario (factor negativo).
- b-2) Aumento de la producción y las unidades vendidas (factor positivo)
- b-3) Aumento del margen (factor positivo)

Resumiendo: una misma situación, (a) ó (b), puede deberse tanto a una evolución positiva como a una evolución negativa de la empresa, dependiendo del factor explicativo principal. A la inversa, empresas en situaciones diferentes pueden ser enjuiciadas de la misma forma.

Ejemplo nº 1: FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE ASTURIANA DEL ZINC, S.A. (ASZSA) PARA EL AÑO 1999 (en miles de ptas.):





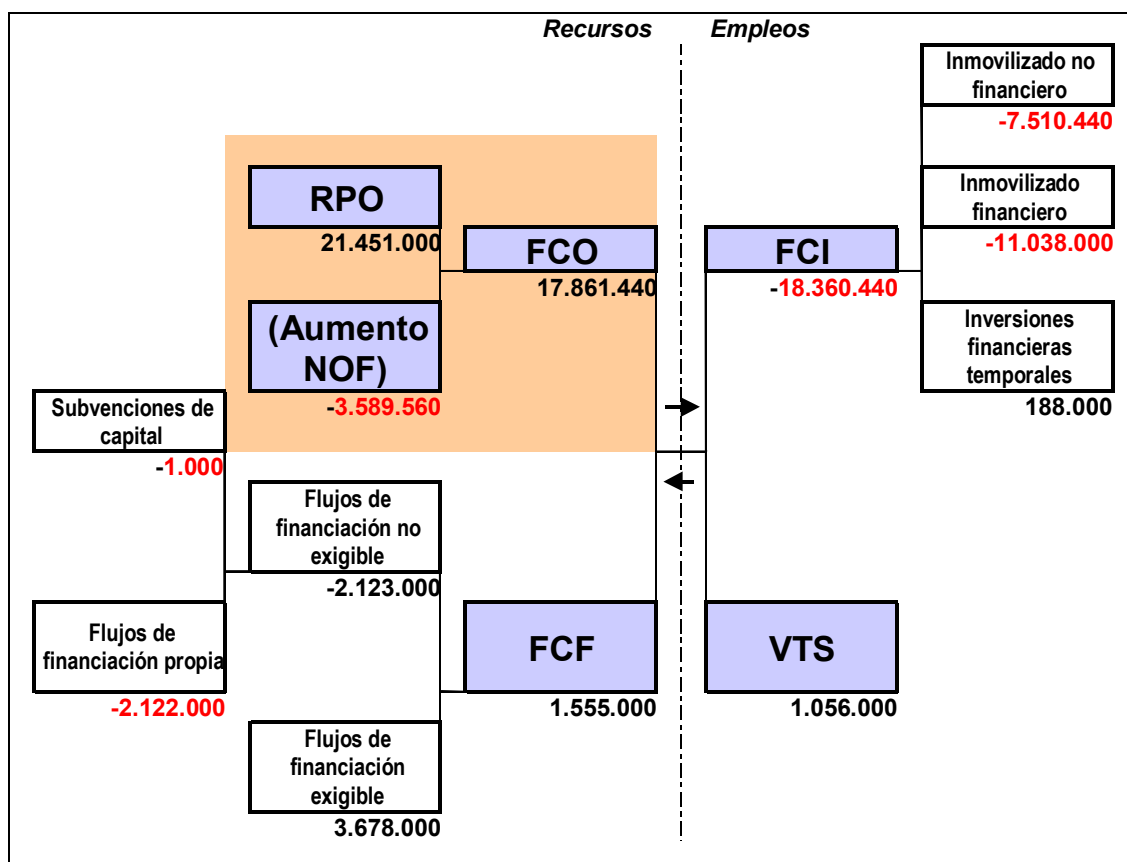
\* Incluye también, con signo negativo, la aplicación de provisiones para riesgos y

#### INFORMACIÓN ADICIONAL:

ASZSA	1999	1998	Var. %
<b>VENTAS (en miles de ptas.):</b>	<b>59.289.000</b>	<b>57.848.000</b>	<b>2,49%</b>
<b>NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (NOF) (en miles de ptas.):</b>	<b>9.653.000</b>	<b>13.699.000</b>	<b>-29,54%</b>
<b>MARGEN: (BCIO. DE EXPLOTACIÓN / VENTAS)</b>	<b>0,1264</b>	<b>0,0854</b>	<b>47,96%</b>
<b>ROTACIÓN NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (VENTAS / NOF)</b>	<b>6,1</b>	<b>4,2</b>	

Se observa que los flujos de caja de explotación son mayores que los recursos procedentes de las operaciones, dado que han disminuido las necesidades operativas de fondos con respecto al cierre del ejercicio anterior. Ello es debido al aumento de la rotación de las necesidades operativas de fondos, dado que tanto las ventas como el margen de explotación han aumentado. Todos ellos son datos que hablan de una evolución positiva de la empresa. Es cierto, no obstante, que los aumentos en la rotación de las necesidades operativas de fondos no se podrán registrar de forma continuada en el tiempo, dado que existirá un valor máximo técnicamente imposible de superar, o si se quiere decir de otra manera, existirá un período medio de maduración mínimo por debajo del cual a la empresa le resultará imposible realizar su actividad.

Ejemplo nº 2: FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE AZUCARERA EBRO AGRÍCOLAS, S.A. PARA EL AÑO 1999 (en miles de ptas.):



\* Incluye también, con signo negativo, la aplicación de provisiones para riesgos y gastos.

INFORMACIÓN ADICIONAL:

AZUCARERA	1999	1998	Var. %
VENTAS (en miles de ptas.):	136.868.000	69.014.000	98,32%
NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (NOF) (en miles de ptas.):	31.662.000	31.555.000	0,34%
MARGEN: (BCIO. DE EXPLOTACIÓN / VENTAS)	0,1193	0,1070	11,49%
ROTACIÓN NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS (VENTAS / NOF)	4,3	2,2	

En este caso los flujos de caja de explotación son menores que los recursos procedentes de las operaciones. Ello es debido a que el aumento de las necesidades operativas de fondos es causado por un aumento en las ventas y en el margen de explotación, factor que pesa más que el aumento de la rotación. Cambia el signo de la diferencia entre los recursos procedentes de las



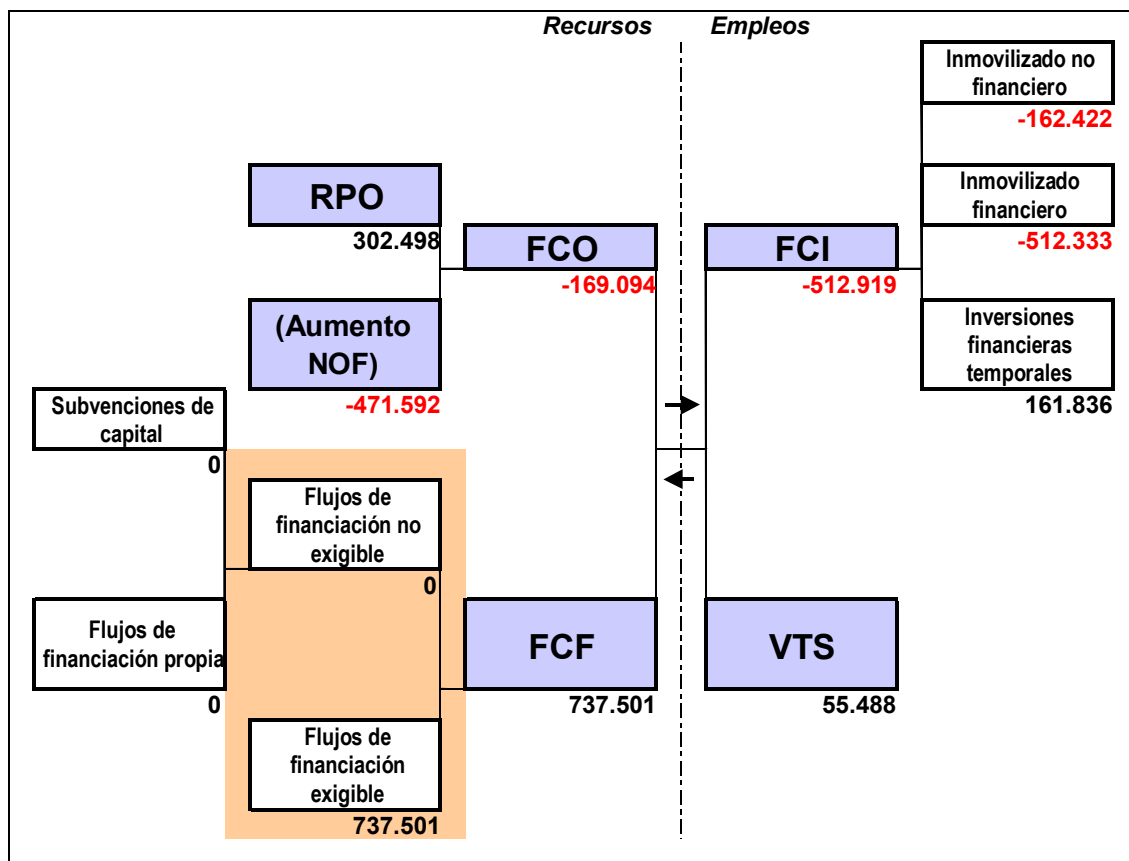
	<b>AZUCARERA</b>	<b>ALTADIS</b>
<b>FCO</b>	<b>17.861.440</b>	<b>24.196.160</b>
Recursos procedentes de las operaciones (Aumento de las NOF)	21.451.000 <b>-3.589.560</b>	13.908.000 10.288.160
<b>FCF</b>	<b>1.555.000</b>	<b>132.978.000</b>
Flujos de financiación no exigible	<b>-2.123.000</b>	100.228.000
Flujos de financiación exigible	3.678.000	32.750.000
<b>FCI</b>	<b>-18.360.440</b>	<b>-154.577.160</b>
Inmovilizado	<b>-18.548.440</b>	<b>-155.661.160</b>
Inversiones financieras temporales	188.000	1.084.000
<b>VTS</b>	<b>1.056.000</b>	<b>2.597.000</b>

<b>FCO:</b>	<b>92,0%</b>	<b>15,4%</b>
<b>FCF:</b>	<b>8,0%</b>	<b>84,6%</b>
<b>RECURSOS TOTALES:</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

#### 4.5.3. Proporción entre flujos de financiación exigibles y no exigibles

Resulta también un elemento diferenciador el dato de la proporción que representan los flujos de financiación exigibles con respecto al total de flujos por actividades de financiación, dado que aquéllos suponen la asunción de un mayor riesgo de insolvencia que los flujos de financiación no exigibles.

Ejemplo nº 4: FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE ALVI, S.A. PARA EL AÑO 1999 (en miles de ptas.):



\* Incluye también, con signo negativo, la aplicación de provisiones para riesgos y gastos.

Si comparamos los flujos por actividades de esta empresa con los de ALTADIS, mostrados en el ejemplo anterior, ambas empresas se financian con recursos externos, sin embargo ALVI lo hace con financiación exigible (crédito bancario), mientras que ALTADIS obtiene fondos principalmente de sus accionistas, tal y como se muestra en el cuadro comparativo siguiente:

	ALTADIS	ALVI
<b>FCO</b>	<b>24.196.160</b>	<b>-169.094</b>
Recursos procedentes de las operaciones (Aumento de las NOF)	13.908.000	302.498
	10.288.160	-471.592
<b>FCF</b>	<b>132.978.000</b>	<b>737.501</b>
Flujos de financiación no exigible	100.228.000	0
Flujos de financiación exigible	32.750.000	737.501
<b>FCI</b>	<b>-154.577.160</b>	<b>-512.919</b>
Inmovilizado	-155.661.160	-674.755
Inversiones financieras temporales	1.084.000	161.836
<b>VTS</b>	<b>2.597.000</b>	<b>55.488</b>

Flujos de financiación no exigible	<b>75,4%</b>	<b>0,0%</b>
Flujos de financiación exigible	<b>24,6%</b>	<b>100,0%</b>
<b>FCF</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

#### 4.5.4. Cuantía y signo de los diferentes flujos de inversión

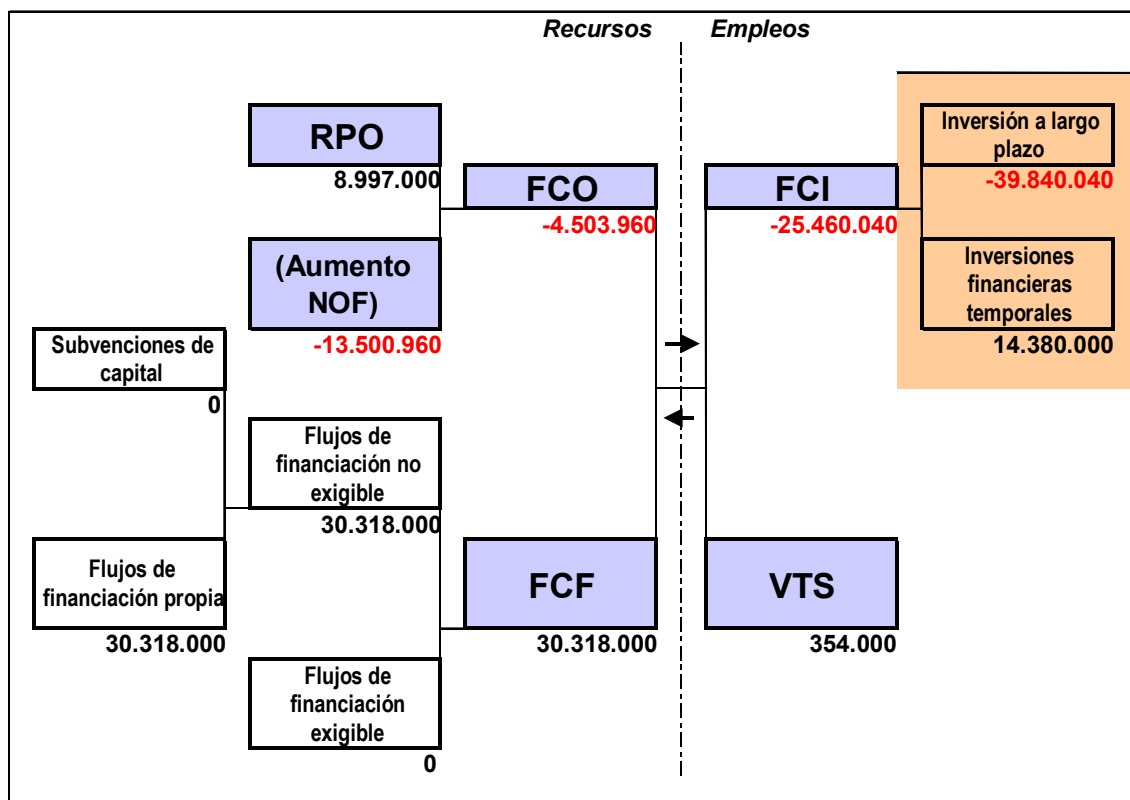
En principio, las inversiones en inmovilizado responderán normalmente al objetivo de mantener o incrementar el volumen de negocio de la empresa.

Ya hemos hablado del concepto de inversiones de mantenimiento. Salta la duda de cuál debe ser la cuantía a partir de la cual las inversiones de inmovilizado suponen un objetivo de crecimiento. Una aproximación, sin duda simplista, pero que cuenta con la ventaja de no requerir más que los datos presentados por la empresa, consiste en comprobar si las nuevas inversiones hacen aumentar, mantener o disminuir la vida útil media del inmovilizado no amortizada.

En cuanto a la compra de inversiones financieras temporales, debe responder a la colocación de excedentes de liquidez, a la espera de su utilización para afrontar pagos de explotación, pagos por inversiones en inmovilizado o pagos por devolución de fondos a accionistas o a acreedores.

En principio, no tendría lógica que una empresa industrial o comercial captase recursos de financiación externa (flujos de financiación positivos) para realizar inversiones financieras temporales (flujos de inversión negativos). Esta situación, no obstante, puede darse cuando al cierre del ejercicio la empresa está a la espera de realizar inversiones en inmovilizado a muy corto plazo.

Ejemplo nº 5: FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES DE LOGISTA, S.A. PARA EL AÑO 1999 (en miles de ptas.):



\* Incluye también, con signo negativo, la aplicación de provisiones para riesgos y gastos.

Si comparamos los flujos de inversión de LOGISTA con los de la empresa del ejemplo nº 1, ASZSA, en este último caso, la mayor parte de los pagos netos se refieren a inversiones financieras temporales, mientras que los de dicha naturaleza registrados por LOGISTA son positivos (cobros netos). Además, las inversiones en inmovilizado de LOGISTA reducen el porcentaje de vida útil media amortizada (amortización acumulada del inmovilizado, dividida por el coste del inmovilizado amortizable), es decir, suponen un rejuvenecimiento del activo fijo, mientras que en el caso de ASZSA sucede lo contrario, hallándose mucho más cercano el final de su vida útil, lo cual es un dato que indica la posible necesidad de fondos para financiar la renovación del inmovilizado en un plazo de tiempo no demasiado largo.

	ASZSA	LOGISTA
<b>FCO</b>	<b>12.216.000</b>	<b>-4.503.960</b>
Recursos procedentes de las operaciones (Aumento de las NOF)	8.130.100 4.085.900	8.997.000 <b>-13.500.960</b>
<b>FCF</b>	<b>-3.140.000</b>	<b>30.318.000</b>
Flujos de financiación no exigible	141.000	30.318.000
Flujos de financiación exigible	<b>-3.281.000</b>	0
<b>FCI</b>	<b>-9.166.000</b>	<b>-25.460.040</b>
Inmovilizado	<b>-3.199.000</b>	<b>-39.840.040</b>
Inversiones financieras temporales	<b>-5.967.000</b>	14.380.000
<b>VTS</b>	<b>-90.000</b>	<b>354.000</b>

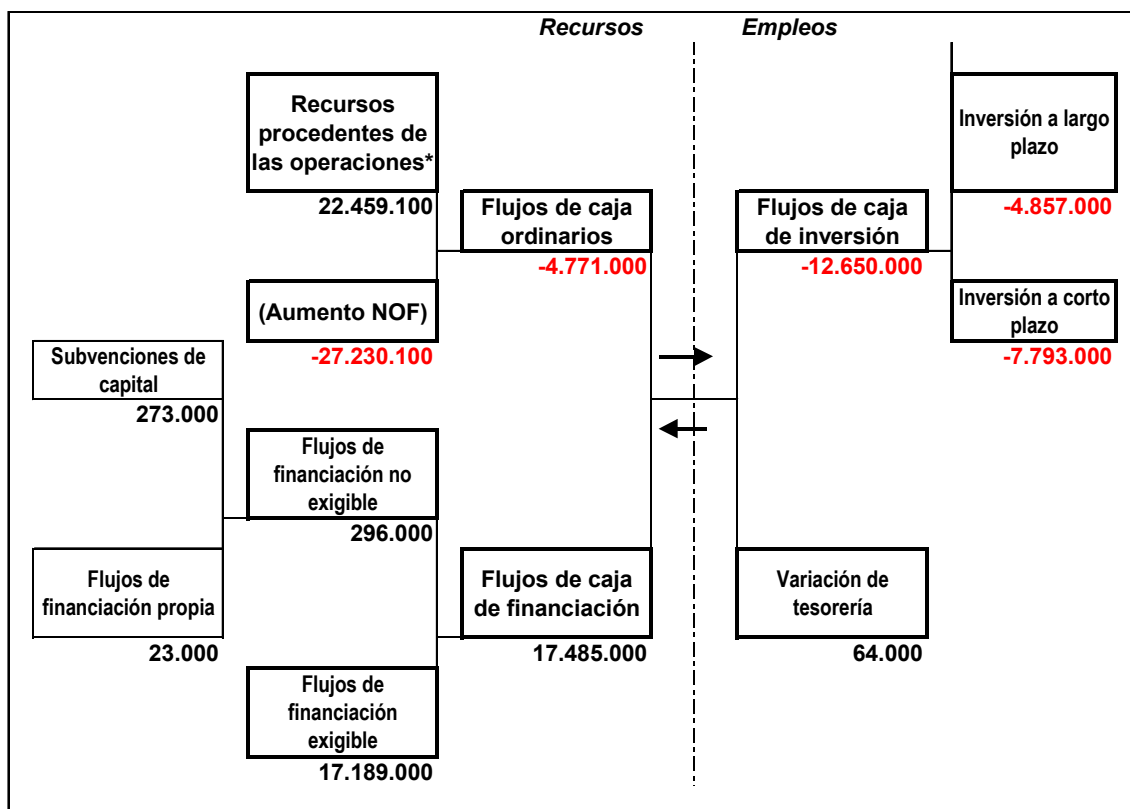
ASZSA	1999	1998
<b>Porcentaje de vida útil media amortizada:</b>	<b>75,8%</b>	<b>73,3%</b>

LOGISTA	1999	1998
<b>Porcentaje de vida útil media amortizada:</b>	<b>11,2%</b>	<b>21,6%</b>

#### 4.5.5. Comparación con un estado de flujos plurianual

El equilibrio entre flujos por actividades que presente una empresa para un ejercicio concreto puede tener carácter coyuntural, sobre todo en lo que respecta a los flujos de inversión y financiación y a la variación de las necesidades operativas de fondos. Incluso el signo de los flujos registrados en un determinado período puede ser muy diferente al que se ha venido registrando en ejercicios anteriores. Para analizar esta circunstancia se deben comparar los flujos del ejercicio con los registrados en un período de tiempo más largo, haciendo uso de un estado de flujos plurianual. Sólo así se podrá conocer también la tendencia que sigue la empresa.

Ejemplo nº 6: FLUJOS DE EFECTIVO POR ACTIVIDADES ACUMULADOS DE ASTURIANA DEL ZINC, S.A. (ASZSA) PARA EL PERÍODO 1997-1999 (en miles de ptas.):



\* Incluye también, con signo negativo, la aplicación de provisiones para riesgos y gastos.

Si comparamos el estado de flujos de efectivo del período 1997-1999 con el de 1999 (ver ejemplo nº 1) nos encontramos que en el primer caso los flujos de caja de explotación son negativos, si bien, ello es debido al aumento acumulado de las necesidades operativas de fondos. Otra diferencia que se observa en el estado de flujos plurianual es el signo de los flujos de financiación, que son positivos (en realidad son la única fuente de recursos), tanto los exigibles como los no exigibles.

ASZSA	1999	Acumulado 1997 a 1999
<b>FCO</b>	12.216.000	-4.771.000
Recursos procedentes de las operaciones	8.130.100	22.459.100
(Aumento de las NOF)	4.085.900	-27.230.100
<b>FCF</b>	-3.140.000	17.485.000
Flujos de financiación no exigible	141.000	296.000
Flujos de financiación exigible	-3.281.000	17.189.000
<b>FCI</b>	-9.166.000	-12.650.000
Inmovilizado	-3.199.000	-4.857.000
Inversiones financieras temporales	-5.967.000	-7.793.000
<b>VTS</b>	-90.000	64.000



## 5. BIBLIOGRAFÍA

- BALLARÍN, E. (1981): "La verdadera relación entre el cash-flow y el flujo de tesorería". *Harvard-Deusto Business Review*, Nº 16, segundo trimestre, pp. 114-124.
- CARSLAW, C.A. y MILLS, J.R. (1991): "Developing ratios for effective cash flow statement analysis". *Journal of Accountancy*, Vol. 171, November, pp. 63-77.
- GARCÍA MARTÍN, V. (1987): "Análisis de la variación del fondo de maniobra". *Revista Técnica del Instituto de Censores Jurados de Cuentas*, Nº 14, pp. 40-50.
- GONZÁLEZ PASCUAL, J. (1994): "Flujos de caja versus recursos generados". *Partida Doble*, Nº 44, abril, pp. 55-64.
- HENDERSON, J.W. y MANESS, T.S. (1989): *The financial analyst's deskbook. A cash flow approach to liquidity*. Van Nostrand Reinhold. New York.
- LARRÁN JORGE, M. (1999): "Relación entre resultado ordinario y tesorería generada por las operaciones: una propuesta de análisis". *Técnica Contable*, nº 608-609, agosto-septiembre, pp. 577-593.
- LEE, T.A. (1984): *Cash flow accounting*. Van Nostrand Reinhold (UK). Wokingham, Berkshire.
- MURARD, G. DE (1977): "Le tableau plurianuel des flux financiers". *Revue Française de Gestion*, Nº 8, janvier-février, pp. 78-86.
- ROJO RAMÍREZ, A.A. (1993): "Análisis de la empresa a partir del cuadro de financiación: flujos de fondos y valor de la empresa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXII, Nº 76, julio-septiembre, pp. 521-565.
- ROZSA, C. (1991): "Tableaux de flux sans frontières". *Analyse Financière*, Nº 84, 1er trimestre, pp. 73-86.
- RUIZ LAMAS, F. (2003): *Estados contables de circulación financiera individuales y consolidados*. Universidade da Coruña. Servicio de Publicacions. Capítulo IV.
- STICKNEY, C.P.; BROWN, P.R. (1999): *Financial statement analysis. A strategic perspective*". The Dryden Press. Harcourt Brace Jovanovich College Publishers, 4<sup>th</sup> edition.
- TERNISIEN, M. (1990): *Comprendre l'entreprise par les flux*. La Villeguerin Editions. Paris.

