

Aspectos económico-financieros y el potencial de crecimiento de las empresas en época de crisis

SERAFÍN PIÑEIRO FERNÁNDEZ
*Catedrático Economía de la Empresa
Esc. Univ. de Estudios Empresariales
Univ. Complutense de Madrid*

INTRODUCCIÓN.

Para cualquier atento observador de la actividad económica en general, es fácilmente perceptible que en las últimas décadas se han producido intensas transformaciones que han incidido, con mayor o menor fuerza, en la situación real de las empresas. Es un hecho indiscutible que su potencial de crecimiento se ha visto seriamente afectado por un entorno económico hostil que ha provocado, en no pocas ocasiones, una fuerte disminución en el excedente de explotación. Es decir, en un entorno caracterizado por tasas de inflación elevadas y bajos niveles de actividad que reclaman recursos financieros crecientes, las empresas, muchas empresas, se han visto obligadas a reconsiderar sus planteamientos de financiación en todo lo concerniente a la estructura financiera y a la política de endeudamiento relacionada con la captación de recursos y consiguiente capacidad de reembolso de los mismos.

La disponibilidad, en las condiciones más favorables, de recursos financieros, ya sean propios o ajenos, es uno de los factores más influyentes en cualquier proceso de inversión que pueda favorecer el crecimiento empresarial. Es por ello que, dentro de un marco de interrelación que necesariamente se tiene que dar entre los diferentes departamentos en que se estructura cualquier empresa, corresponda al financiero una función de primer orden al condicionar toda la actividad que se lleva a cabo en el seno de la misma.

Es así que la gestión financiera para *Depallens(1960)* tiene por objeto esencial el disponer, en los momentos oportunos y por los procedimientos más económicos, de los capitales necesarios para su equipamiento racional y su fun-

cionamiento normal, asegurando su independencia permanente y su libertad de acción industrial y comercial. La mayor parte, pues, de las decisiones empresariales quedan generalmente fuertemente condicionadas por la disponibilidad de medios financieros y, consecuentemente, la posibilidad de crecimiento de la empresa exige que ésta sea capaz de conseguirlos, con oportunidad y al menor coste, recurriendo a fuentes internas o externas de financiación. Como apunta *Cuervo García, A (1994)* las decisiones de financiación suponen un delicado proceso de elegir *entre medios propios y ajenos, elección que determina el nivel de endeudamiento y la estructura financiera de la empresa. Comprende esta decisión el análisis de la naturaleza y operaciones realizadas en el mercado de capitales y las principales alternativas de financiación disponibles para la empresa a los distintos plazos y siempre bajo la consideración de que se trata de elegir aquella combinación que maximiza el valor de la empresa, de acuerdo con el objetivo planteado. En este sentido, la decisión de financiación pasa por elegir aquellos recursos que garanticen la minimización del coste de capital o alternativamente que se maximiza el valor de la empresa.*

La problemática empresarial se mueve, por otra parte, en dos planos bien diferenciados, el económico y el financiero, aunque interrelacionados, ya que el primero como desencadenante de la rentabilidad generada por la empresa en su explotación típica influye en el ámbito del segundo. La alternativa liquidez-rentabilidad está articulando ambos problemas, si se entiende, como señala *Ronchi, L (1969)*, por *liquidez a la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras internas y externas y por rentabilidad a su actitud o capacidad para generar beneficios.* Es así como el análisis económico-financiero a través del denominado apalancamiento operativo y del apalancamiento financiero, conceptos sobre los que nos extenderemos más adelante, aporta elementos interpretativos del mayor interés sobre esa problemática.

Según *Fondevila Roca, E (1985)*, *el dilema del director financiero es la elección entre dos alternativas: o bien mejorar la rentabilidad de la empresa apalacándola en detrimento de la liquidez, o bien mejorar esta última en perjuicio del rendimiento y retribución de los recursos propios.* No resulta fácil encontrar una situación de equilibrio estable y duradera, habida cuenta de que la dinámica empresarial es la que, en definitiva, marca las pautas de comportamiento en cada momento.

Los esquemas rigurosamente ortodoxos del análisis financiero se han visto en buena medida alterados por el nuevo marco económico en que se desenvuelven las empresas, que se caracteriza por: 1) los efectos persistentes de la inflación, 2) la infrautilización de las capacidades productivas derivada de la debilidad del mercado y que se traduce en una reducción de los resultados brutos de explotación; 3) la creciente necesidad de recursos financieros para

financiar el circulante como consecuencia de la menor rotación de los stocks y el alargamiento de los créditos a clientes; 4) la caída de las tasas de autofinanciación; 5) las crecientes dificultades para acceder al mercado de capitales, etc.

La alteración a que se hace referencia queda evidenciada, para un gran número de empresas, por una insuficiente aplicación de recursos de carácter permanente a la financiación de las inversiones reales. Y por otra parte, y bajo un marco de tal naturaleza, es frecuente comprobar que las empresas tienden hacia una situación de endeudamiento permanente debido a la escasa capacidad real de devolución de los préstamos, ya que éstos se amortizan pero simultáneamente se renuevan. Esta realidad fácilmente contrastable en época de crisis convierte a los costes financieros como la principal variable a tener en cuenta cuando se pretende definir el límite máximo del endeudamiento que puede soportar la empresa.

Cualquier intento de analizar en profundidad la situación económica y financiera de una empresa supone manejar información muy amplia, contable y extracontable, que posibilite, mediante la utilización de ratios y otros instrumentos de control y seguimiento, una valoración ajustada a la realidad que atraviesa en cada momento. Los datos básicos contables imprescindibles para ello nos los proporcionan, como se sabe, el balance patrimonial, la cuenta de resultados, el estado de origen y aplicación de fondos y el estado de gestión de tesorería. No cabe, asimismo, dejar de prestar atención a la evolución, en términos cuantitativos y cualitativos, de los flujos económicos derivados de la economía real. Conviene, por ejemplo, valorar debidamente las alteraciones en la cifra de ventas en el sentido de si son debidas a un incremento en el nivel de precios o a un crecimiento efectivo de las mismas; precisar la verdadera estructura de costes y los niveles de productividad, son aspectos que inciden en la eficiencia de la empresa, medida ésta a través de su rentabilidad. Otro aspecto que requiere especial atención es el relativo a la valoración, según el balance patrimonial o según el mercado, de los diferentes recursos financieros que maneja la empresa. En este sentido, y con el objeto de simplificar los planteamientos, la valoración se hace atendiendo a la información contable.

Hechas las anteriores reflexiones de carácter general, y con el deseo de delimitar el alcance de esta exposición, es preciso puntualizar que ésta debe girar, principalmente, sobre la estructura financiera, la financiación, el grado de endeudamiento y el riesgo financiero que éste puede suponer para la empresa. Todo ello orientado a resaltar que en los momentos actuales el problema financiero reclama un revisión a fondo. En efecto, el potencial de endeudamiento de las empresas hay que basarlo, principalmente, en la capacidad real de las empresas para hacer frente a la cargas financieras y por la posibilidad real de refinanciación que le ofrecen los mercados de capitales y financieros.

El planteamiento metodológico del análisis de la situación económico-financiera de la empresa reclama en primer lugar una amplia y detenida interpretación analítica del balance patrimonial, de la cuenta de resultados y del flujo neto de explotación. Una vez hecha, se trata de medir la rentabilidad empresarial en sus diferentes versiones (rentabilidad de los recursos propios y rentabilidad de la inversión) y definir los aspectos relacionados con el apalancamiento operativo y con el apalancamiento financiero (efecto leverage). Este último analizado mediante dos ratios muy importantes que definen la amplificación y la sensibilidad de la rentabilidad. Son éstos aspectos que evidentemente se han de analizar con carácter previo, y en un momento determinado de la vida de la empresa, para aproximarnos a la realidad económica y financiera de la misma. No es nuestra intención, sin embargo, exponer aspectos conceptuales conocidos de todos relacionados con la correcta interpretación de los diferentes documentos contables anteriormente citados, sino más bien, haciendo uso de ellos, pergeñar algunas breves reflexiones ajustadas al título que encabeza estas líneas.

Interpretación analítica del balance patrimonial

Los analistas financieros, y a tenor de lo señalado anteriormente, sostienen que en época de crisis prolongada la ortodoxia del equilibrio financiero clásico, basada en una concepción patrimonial, no da una respuesta totalmente satisfactoria, si bien en cualquier caso los principios en que se fundamenta sigan siendo válidos aunque insuficientes.

La doctrina clásica sostiene que tal equilibrio responde a las siguientes relaciones:

$$\begin{aligned}
 &RP(\text{Recursos propios}=\text{Capital} + \text{Reservas}) > DL(\text{Deudas a medio y largo plazo}) \\
 &CP(\text{Capitales permanentes}=\text{RP}+\text{DL}) > AF(\text{Inmovilizado total neto}) \\
 &AC(\text{Activo circulante}=\text{Disponible}+\text{Realizable}+\text{Stocks}) > PC(\text{Pasivo circulante}=\text{Exigible a corto} \\
 &\quad \text{plazo}) \\
 &CC(\text{Capital circulante}=\text{Fondo de maniobra}) = AC-PC > 0 \\
 &T(\text{Tesorería} = \text{Disponible}+\text{Realizable}-\text{Deudas a corto plazo}) = > 0
 \end{aligned}$$

Relaciones fácilmente cuantificables a partir de los datos extraíbles de un balance presentado en su forma tradicional o a partir de una estructura de balance como la siguiente y que posibilita la formulación de los conocidos ratios:

ESTRUCTURA DE BALANCE

Capital (C)
 + Reservas y provisiones (R)
 = Recursos propios (RP=C+R)
 + Deudas a largo plazo (DL)
 = Capitales permanentes (CP=RP+DL)

Inmovilizado bruto (AFb)
 – Amortizaciones (Am)
 = Inmovilizado neto (AFN=AFb-Am)
 + Otro inmovilizado (af)
 = Inmovilizado neto total (AF=AFN+af)

Disponibile + Realizable (AC)
 – Deudas a corto plazo (DC)
 = Tesorería (T=ac- DC)
 + Stocks (E)
 = Fondo de maniobra (CC=T+E)

Ratios

Tesorería
 (Disponibile+Realizable/Deudas a corto.

Liquidez
 (Disp.+Realiz.+Stocks)/Deudas corto.

Financiación del inmovilizado
 Recursos propios/Inmovilizado total.
 Deudas a largo/Inmovilizado total.
 Capitales permanentes/Inmovilizado total.

Autonomía financiera
 Recursos propios/Deudas a largo plazo.
 Recursos propios/Capitales permanentes.
 Recursos propios/Total deudas (a corto y largo)
 Recursos propios/Total activo.
 Amortización/Inmovilizado bruto.

Estructura financiera
 Recursos propios/Capitales permanentes.
 Deudas a largo/Capitales permanentes.
 Recursos ajenos/Recursos totales.
 Recursos propios/Recursos ajenos

Por otra parte, una cuestión que precisa una correcta interpretación a partir del balance patrimonial es la de diferenciar la inversión financiera de la inversión bruta total en la forma que se expone a continuación:

$$\begin{array}{l}
 \text{Inmovilizado neto total (AF)} \\
 + \text{ Fondo de maniobra (CC)} \\
 = \text{Inversión financiera} = \text{Capitales permanentes (CP)} \\
 \hline
 \text{Inmovilizado neto total (AF)} \\
 + \text{ Amortizaciones} \\
 = \text{Inversión bruta total}
 \end{array}$$

Al referirnos al activo circulante (AC), conviene, también, diferenciar el circulante estructural del circulante coyuntural. El primero está íntimamente relacionado con el propio nivel de actividad de la empresa, tanto en la vertiente de stocks como del realizable a través de las partidas de clientes y deudores. De esta forma cabe afirmar, de acuerdo con la más estricta ortodoxia financiera, que el circulante coyuntural debería financiarse siempre a través de recursos a corto plazo.

En todo caso, una situación económico-financiera aceptable tiene lugar cuando la empresa dispone de un fondo de maniobra positivo, lo que se puede traducir en:

$$AC > PC, \text{ o bien } CP > AF, \text{ o bien } CP = AF + CC$$

es decir, los capitales permanentes (Recursos propios + Endeudamiento a largo) financian el activo fijo y una parte del activo circulante. Tal como se aprecia en el esquema anterior, si la situación de tesorería ($T = \text{Disponible} + \text{Realizable} - \text{Pasivo exigible a corto}$) es positiva, el fondo de maniobra también lo es, ya que sería el resultado de sumarle las existencias. Si fuera negativa, se pueden dar las siguientes situaciones: 1) $T < \text{Stocks}$, entonces $CC > 0$; 2) $T = \text{Stocks}$, entonces $CC = 0$; y, 3) $T > \text{Stocks}$, entonces $CC < 0$. Si la tesorería es cero, el fondo de maniobra sería positivo y equivalente al valor de las existencias o bien sería cero si no hubiera stock.

El capital circulante o fondo de maniobra, como indicador de la capacidad financiera de la empresa para satisfacer necesidades de fondos a corto plazo, debe ser proporcional a las exigencias operativas de la empresa, es decir, debe asegurar el flujo normal de caja para pagos corrientes y gastos de carácter operativo y permitir, por tanto, un desenvolvimiento regular de la actividad empresarial.

Conviene, asimismo, tener en cuenta que el ciclo del activo fijo es netamente distinto al del activo circulante. Son los dos ciclos internos de la empresa que posibilitan la conversión de la inmovilización financiera en dinero. Para el activo fijo el ciclo es a largo plazo y la conversión se efectúa por vía indirecta a través del mecanismo de la amortización; mientras que para el activo circulante el ciclo es a corto plazo y la conversión se efectúa de manera directa dentro del llamado período medio de maduración de la empresa, entendido éste, como se sabe, por el número de días que por término medio se recupera en forma líquida una unidad monetaria comprometida en el ejercicio económico de la empresa a corto plazo.

El balance patrimonial permite establecer un conjunto de ratios como los que se han expuesto más arriba y que permiten valorar la situación de la empresa desde diferentes ángulos, si bien no cabe señalar con carácter general un valor indicativo concreto para cada uno de ellos, pues son muchos los factores que pueden provocar diferencias por razón del tipo de actividad que lleve a cabo la empresa y que es, en definitiva, la que configura la estructura de su balance patrimonial.

La correcta utilización de los citados ratios así seleccionados y extraídos del balance patrimonial de la empresa, constituye, sin duda, una ayuda estimable para valorar, desde un punto de vista estático, si la gestión económica y financiera está ajustándose a los objetivos que persigue la misma. Desde un punto de vista dinámico, tal como señala *Fondevila Roca, E (1985)*, es la capacidad de desarrollo lo que en definitiva determina el valor de las empresas medida a través del denominado *cash-flow*. Este concepto, que más adelante es objeto de nuestra atención, relacionado con el patrimonio neto (recursos propios una vez deducidos los activos ficticios e intangibles) *se convierte*, como afirma dicho autor, *en un calibrador financiero que*

indica al inversor el número de períodos en que la capacidad potencial de la empresa de generar recursos le permitirá teóricamente recuperar su capital invertido en la misma.

Interpretación analítica de los resultados.

En cuanto al equilibrio económico, el estado contable de mayor relevancia nos lo proporciona la cuenta de resultados de la empresa en cada uno de los correspondientes ejercicios. El desarrollo de esa cuenta, para obtener un buen estudio analítico de la empresa, debe responder a un esquema tal como se ofrece a continuación, que partiendo de la cifra de ventas permite desencadenar todo un desarrollo del mayor interés y definidor de conceptos básicos imprescindibles para la correcta valoración de la empresa.

Bajo la hipótesis de un análisis de cobertura lineal -que es tanto como admitir la constancia del coste variable medio cualquiera que sea el volumen de producción dentro, claro está, de la capacidad productiva de las instalaciones- el beneficio antes de intereses e impuestos responde a la siguiente formulación:

$$\text{Bait} = (p - Cv^*) \cdot x - Co$$

Co=Costes de estructura = Cf + Amort.

fórmula que de forma sintética recoge el resultado de explotación de la empresa.

Como se sabe, si la cantidad producida y vendida en el mercado es superior a la correspondiente al umbral de rentabilidad, la empresa genera beneficio y se dice que tiene una eficiencia comercial positiva y cuanto mayor sea ésta mejor será la situación de la empresa.

ANÁLISIS ECONÓMICO

Ventas (V)
 - Costes proporcionales (Cv)
 = Margen bruto (m)
 - Costes fijos (Cf)
 = Cash-flow bruto (CFB) = Recursos generados.
 - Amortizaciones (Amort)
 = Benef. antes de intereses e impuestos (BAIT)
 - Costes financieros deudas a largo (Int)
 = Beneficio antes de impuestos (BAT)
 - Imp. s/beneficios (F)
 = Beneficio neto (BN)
 - Dividendos (D) o Benef. repartible
 = Reservas y provisiones (R)
 + Amortizaciones (Amort)
 = Autofinanciación (AUT)
 Benef. repartible (D)
 + Reservas y provisiones (R)
 + Amortizaciones (Amort)
 = Cash-flow neto (CFN)
 + Imp. s/beneficios (F)
 + Costes financieros (Int)
 = Cash-flow bruto (CFB)
 Apalancamiento operativo: $Ao = m / (m - Co)$
 Umbral de rentabilidad: $Ur = Co / m^*$
 en donde:
 m^* = Margen bruto unitario = $(p - Cv^*)$, siendo
 p = precio unitario del producto y,
 Cv^* = Coste variable medio

El denominado apalancamiento operativo que mide, como se sabe, la variación relativa que experimenta el Bait ante una variación relativa en las ventas, se basa, a tenor de la formulación del mismo, en el efecto, favorable o desfavorable, que la existencia de costes estructura, en mayor o menor proporción sobre los costes totales, produce sobre la rentabilidad de la empresa al variar el volumen de producción vendida. Se puede, por tanto, afirmar que el apalancamiento operativo recoge el drenaje que se produce sobre el beneficio a partir del nivel de ventas correspondiente al umbral de rentabilidad (punto muerto), ya que el aumento de los costes fijos supone que la cifra de ventas mínima para cubrirlos tenga que ser mayor. Se cumple que $A_0 > 1$.

Siguiendo lo expuesto en el esquema anterior sobre el análisis económico, el denominado cash-flow bruto representa la masa de recursos financieros generados por la empresa, obteniéndose a partir del mismo los conceptos más restrictivos relacionados con el beneficio empresarial.

Asimismo, los términos de cash-flow neto y bruto quedan concatenados en la forma que se ha expuesto en el esquema, aún admitiendo que son susceptibles de interpretación distinta por algunos autores y analistas financieros. La capacidad de autofinanciación y autofinanciación propiamente dicha difieren en la cuantía de los dividendos repartidos.

Interpretación analítica de la rentabilidad económica

El concepto de rentabilidad es susceptible de múltiples interpretaciones y es objeto de no pocas controversias. Ya se ha visto al tratar de la cuenta de resultados que se desemboca muy fácilmente en conceptos sobre el beneficio empresarial bien distintos y ello implica, si la rentabilidad se establece a través de una relación entre el beneficio y otras magnitudes empresariales, precisar qué beneficio se ha de considerar a la hora de analizar aquella. Ciñéndonos al ámbito estrictamente operativo de la empresa el beneficio a considerar debe ser el derivado de las operaciones características y principales de la empresa y en este sentido se ha de considerar en la interpretación analítica de la rentabilidad el concepto de beneficio antes de impuestos, es decir, el BAT. Así entendido, los principales factores que influyen sobre la rentabilidad son: a) el volumen de las ventas; b) el margen de beneficio sobre las ventas, y c): el valor de los fondos invertidos en el activo operativo (A). En definitiva, la determinación de la rentabilidad global se apoya en la información que aporta el balance patrimonial y la cuenta de resultados. Si denominamos:

$$r = \text{Rentabilidad global} = \text{BAT}/A$$

$$Mv = \text{Margen s/ventas} = \text{BAT}/V$$

$$\text{Rot} = \text{Rotación del activo operativo} = \text{Ventas}/A$$

la ecuación fundamental de la rentabilidad global de la empresa la podemos formular de la siguiente forma:

$$r = \frac{Bat}{A} \times 100 = \frac{Bat}{V} \times 100 \times \frac{V}{A} = M_v \times Rot$$

La fórmula anterior nos ofrece con claridad el beneficio empresarial y su relación con las ventas y el capital, que conduce a la tasa de rentabilidad global como resultante de multiplicar la rotación del activo (número de veces que las ventas contienen al activo) por el margen sobre ventas expresado en porcentaje.

Interpretación analítica de la rentabilidad financiera

Frente a este concepto de rentabilidad global y moviéndonos en un plano estrictamente financiero se pueden formular diferentes tasas de rentabilidad financiera. Con el ánimo de precisarlas, se hace con carácter previo unas consideraciones de la información básica a utilizar y que se detalla en el siguiente esquema y, asimismo, se hace también unas breves reflexiones sobre el llamado apalancamiento financiero (A_f) que, junto con el apalancamiento operativo (A_o), permite calcular el apalancamiento total (A_t), que se demuestra es el producto de ambos.

El apalancamiento financiero permite valorar la variación que experimenta el beneficio antes de impuestos ante una variación relativa del beneficio antes de intereses e impuestos, lo que permite conocer la incidencia de los intereses de las deudas a largo plazo. Como se sabe, la expresión analítica del apalancamiento financiero viene dada (bajo la hipótesis de cobertura lineal) por:

$$A_f = (m - Co) / (m - Co - Int)$$

ANÁLISIS FINANCIERO

Recursos propios (RP)
+ Deudas a largo plazo (DL)
= Capitales permanentes (CP)
Deudas a largo plazo (DL)
+ Deudas a corto plazo (DC)
= Recursos ajenos totales (RA)

Relaciones reveladoras, entre otras, de la estructura financiera:

RP/RA (peso relativo de los recursos propios sobre los recursos ajenos totales).
RP/DL (peso relativo de los recursos propios sobre los recursos ajenos a largo plazo).
RP/CP (peso relativo de los recursos propios sobre los capitales permanentes).
RA/RT (peso de los recursos ajenos sobre los recursos totales).

i= Coste unitario medio de los recursos ajenos a largo plazo
Costes financieros deudas a largo (Int=i.DL)
Benef. antes impuestos (BAT=BAIT-Int)
- Imp. s/beneficios (F)
= Beneficio neto (BN=BAIT-F)
- Dividendos (D) = Benef. repartible
= Reservas y provisiones (R)
+ Amortizaciones (Amort)
= Autofinanciación (AUT)

Benef. repartible (D)
+ Reservas y provisiones (R)
+ Amortizaciones (Amort)
= Cash-flow neto (CFN)
+ Imp. s/beneficios (F)
+ Costes financieros (Int)
= Cash-flow bruto (CFB)

cumpléndose que $A > 1$ y que, por consiguiente, el apalancamiento financiero será tanto mayor cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento de la empresa a largo plazo. Este concepto está estrechamente relacionado con el riesgo financiero que gravita sobre la empresa por razón de dicho nivel y que deriva de la inestabilidad del beneficio una vez deducidos los intereses de las deudas a largo; en tanto que el apalancamiento operativo se relaciona con el riesgo económico, que deriva de la inestabilidad del beneficio antes de intereses e impuestos. Es evidente, por lo tanto, que la probabilidad de insolvencia depende del mayor o menor grado de endeudamiento.

Sobre este particular, es importante recordar, como señala *Suárez Suárez, A (1987)*, que en épocas de prosperidad económica, cuando la tasa de retorno o de rendimiento es superior al coste del endeudamiento, a la empresa le interesa endeudarse, porque de este modo incrementa el rendimiento del capital propio. Sin embargo, en épocas de crisis, cuando la tasa de ganancia o rendimiento de los activos es inferior al coste del crédito, se produce justamente el efecto contrario, y a mayor grado de endeudamiento, menor será la rentabilidad del capital propio o rentabilidad de los accionistas.

Hechas estas consideraciones, se recoge a continuación la formulación analítica que permite medir la rentabilidad desde el punto de vista financiero.

- a) De los recursos propios (que vamos a denominar r_p) y que se denomina rentabilidad financiera, se expresa así:

$$r_p = \frac{BAT}{RP} \times 100 = \frac{BAT}{V} \times 100 \times \frac{V}{A} \times \frac{A}{RP}$$

siendo BAT=Beneficio antes de impuestos; RP=Recursos propios (Capital + Reservas); V=Ventas; A=Activo total (o Pasivo total). Este concepto de rentabilidad financiera es el resultado de multiplicar la rentabilidad global anterior, medida en términos de Bat, por un coeficiente (A/RP) que revela la estructura financiera de la empresa.

- b) De los capitales permanentes (r_a):

$$r_a = \frac{BAT}{CP} \times 100$$

en donde: BAT= Beneficio antes de impuestos; CP= Capitales permanentes (Recursos propios + Recursos ajenos a largo plazo)=RP+DL. Para algunos autores la rentabilidad de los capitales permanentes la identifican con la rentabilidad de la inversión.

El concepto de amplificación de la rentabilidad (α), que es una forma de contemplar el efecto leverage, es decir del apalancamiento financiero, viene dado por la relación por cociente entre la rentabilidad de los recursos propios y la rentabilidad de los recursos permanentes. Por otra parte, la sensibilidad de la rentabilidad (β) se mide por la relación por cociente entre el Bat y el Bat. Es decir,

$$\alpha = \frac{\text{Rentab. rec. propios}}{\text{Rentab. cap. permanentes}}$$

$$\beta = \frac{\text{Benef. antes. int. e. imp}}{\text{Benef. antes. imp}}$$

Estos dos conceptos están íntimamente relacionados con el apalancamiento financiero de la empresa, es decir, cabe hablar de dos versiones del mismo a través de los ratios de amplificación y sensibilidad citados, lo que nos permitirá abordar el análisis de la estructura financiera.

Teniendo en cuenta, como señala *Fondevila Roca (1985)*, que el endeudamiento representa importantes cargas financieras en ciertos casos, que deben cubrirse con la rentabilidad de las inversiones financiadas con los créditos, conviene completar los ratios anteriormente mencionados con los coeficientes de cobertura de las cargas financieras (*Cob*). En este sentido, se utilizan los siguientes ratios:

$$\text{Cob1} = \frac{\text{BAT}}{\text{BAT} \mp \text{Int}} \times 100 = \frac{\text{BAT}}{\text{BATT}} \times 100$$

o bien

$$\text{Cob2} = \frac{\text{Int}}{\text{BAT} + \text{Int}} \times 100 = \frac{\text{Int}}{\text{BATT}} \times 100$$

verificándose que $\text{Cob1} + \text{Cob2} = 100\%$.

Análisis de la estructura financiera y de la expansión financiera

Cabe, asimismo, establecer los siguientes ratios o coeficientes de autonomía financiera (*Caf*) a través de los cuales se puede hacer el análisis de la estructura financiera:

$$\text{Caf1} = \frac{\text{RP}}{\text{RP} \mp \text{DL}} \times 100 = \frac{\text{RP}}{\text{CP}} \times 100$$

Este importante ratio mide el peso de los recursos propios en el conjunto de los capitales permanentes. La masa de los recursos propios comprende el capital más la autofinanciación.

$$\text{Caf2} = \frac{DL}{RP + DL} \times 100 \approx \frac{DL}{CP} \times 100$$

$$\text{Caf3} = \frac{RP}{DL}$$

Estos dos últimos se pueden considerar como ratios complementarios del ratio anterior. El Caf2 permite apreciar el peso de las deudas a largo plazo en relación con la masas de los capitales permanentes. El Caf3 establece la proporción que guardan los recursos propios con el endeudamiento a largo. Todos ellos son de útil aplicación cuando se pretende el análisis de la estructura del pasivo de la empresa que, en definitiva, se compone de los recursos ajenos definidores del endeudamiento total y los recursos propios.

Ahora bien, el indicador más representativo para definir la estructura financiera viene dado por el llamado coeficiente de endeudamiento (e) definido por la relación por cociente entre el endeudamiento total (a corto y largo) o recursos ajenos (RA) y los recursos totales (RT = RP + RA).

$$e = \frac{RA}{RT}$$

Bajo la hipótesis de que se mantenga el citado coeficiente en un valor determinado, es evidente que cualquier variación en los recursos totales implica una alteración en el nivel de la deuda total, demostrándose fácilmente que la variación de los recursos totales puede medirse para una variación determinada de la autofinanciación (reservas más dotaciones para amortizaciones y provisiones) y del capital. Es decir, se trata de medir el efecto multiplicador, no sólo de la autofinanciación sino también de los recursos propios, sobre los recursos totales que maneja la empresa.

La expansión financiera que vendría medida en una situación normal por la capacidad efectiva de cancelar endeudamiento a través de la autofinanciación y el cash-flow, puede quedar seriamente comprometida en épocas de crisis. Solamente cabe referirnos en un sentido positivo de aquélla si la autofinanciación se produce en el mismo sentido.

Interpretación analítica del flujo neto de explotación y la determinación del límite máximo del endeudamiento.

El concepto de flujo neto de explotación tiene especial importancia para determinar el potencial de endeudamiento de la empresa en función

de las cargas financieras que tiene que soportar. La utilización del mismo relacionándolo con dichas cargas nos permite ponderar la capacidad de absorción de los costes financieros del endeudamiento a largo plazo a través de la generación de recursos internos derivados de la actividad industrial y comercial de la empresa. Se ciñe, por tanto, a los flujos reales de bienes y servicios derivados de la explotación económica y se obtiene de la siguiente forma:

$$\begin{aligned}
 & \text{Resultado bruto de explotación (CFB)} \\
 & \quad - \text{Incremento de stocks} \\
 & \quad - \text{Incremento del resto de circulante} \\
 = & \text{Excedente de tesorería de explotación} \\
 & \quad - \text{Costes financieros} \\
 = & \text{Flujo neto de explotación}
 \end{aligned}$$

En una situación de plena normalidad financiera cabe pensar que todo proceso de endeudamiento de la empresa, especialmente el que tiene un horizonte temporal a largo plazo, debe permitir el reembolso del principal de las deudas y atender el pago de las cargas financieras y, consiguientemente, el límite máximo vendría dado por el ratio definido por el cociente entre los costes financieros más el reembolso anual y el excedente bruto de explotación.

Es decir, si los recursos generados por la empresa no son suficientes para absorber las cargas financieras y el reembolso anual, practicándose respecto a la deuda una renovación del principal, el límite máximo vendría condicionado por los costes financieros que tiene que soportar la empresa.

Admitiendo, pues, que las empresas tiendan al endeudamiento permanente a través del mecanismo que posibilita el proceso amortización-renovación de las deudas contraídas a largo plazo, es evidente que el límite máximo del endeudamiento tiene lugar cuando se iguala el excedente de tesorería de explotación a los costes financieros, ya que si dicho excedente fuera inferior a éstos la empresa se vería obligada a un endeudamiento adicional para atender el pago del exceso de las cargas financieras.

En un interesante estudio debido a Cebollero Abizanda, E (1981) hace a este respecto una interesante reflexión *inspirada en una nueva filosofía-financiera en la que los recursos generados por las sociedades deben ser suficientes para absorber los costes financieros derivados de los recursos ajenos. Según el citado autor, para que esta hipótesis tenga viabilidad es condición necesaria que el mercado de capitales y financiero permita captar recursos de forma que se cumpla el efecto simultáneo de la amortización-renovación de los empréstitos. El límite máximo se encuentra precisamente en la igualdad que proporcionan los flujos de tesorería generados por la explotación respec-*

to a los costes financieros, ya que el exceso de éstos obligaría a un endeudamiento adicional dedicado a pagar los intereses. De producirse esta circunstancia, la sociedad entraría en una fase que se podría calificar como práctica de la huida hacia adelante, lo que incuestionablemente conduciría a una eventual suspensión de pagos en el medio plazo.

La realidad expuesta en las líneas anteriores explican la compleja y delicada situación que pueden atravesar las empresas en épocas de crisis al comprometerse muy seriamente su potencial de crecimiento si los costes financieros no quedan cubiertos en una medida aceptable.

Si el flujo neto de explotación, que define la capacidad de financiación interna de la empresa, es insuficiente para cubrir los empleos correspondientes a las inversiones en activos, pago de impuestos, dividendos y reembolso de deudas, la política financiera de la empresa tiene que orientarse, en medida importante, a potenciar la captación de recursos propios.

Conclusión.

A lo largo de lo expuesto hasta aquí se desprende que el potencial de crecimiento de las empresas está particularmente comprometido por la política financiera que en cada momento convenga practicar como consecuencia de los cambios que se producen en el entorno empresarial. Esa política es la mayoría de las veces muy difícil de diseñar, ya que el análisis de la estructura financiera óptima o como la más conveniente descansa, fundamentalmente, en la capacidad real de la empresa de devolución de los recursos financieros a través de los flujos internos derivados de la propia explotación en íntima conexión con el coste real de los recursos utilizados y procedentes de las distintas fuentes de financiación y el nivel de riesgo que la empresa puede correr para cada nivel de endeudamiento.

Esa política debería en todo caso configurarse sobre un principio que con frecuencia no se da. Creemos que es preciso desechar hábitos que desde el punto de vista financiero no son correctos y que pueden llevar a niveles de riesgo difícilmente soportables. Y estos hábitos indeseados se refieren tanto a la financiación del activo circulante como del activo fijo, ya que éste no siempre es financiado correctamente con capitales permanentes, y que, en no pocos casos, una parte del primero, de carácter estructural, se hace con recursos a corto plazo, cuando sería deseable que se hiciera también con recursos propios o con ajenos a largo.

El potencial de crecimiento empresarial queda, por supuesto, seriamente afectado cuando las necesidades de recursos financieros van muy delante de las posibilidades de generarlos a través del cash-flow y de la autofinanciación, lo que desencadena una situación de endeudamiento permanente que supone un elevado coste para la empresa. En los últimos veinte años la gran mayoría

de las empresas han atravesado por situaciones difíciles desde el punto de vista financiero, derivadas en no pocas ocasiones por las dificultades para refinar los recursos permanentes, lo que, sin duda alguna, incidió y sigue incidiendo muy negativamente en el desarrollo y expansión de sus actividades. Sin negar que este potencial de crecimiento depende en gran medida del comportamiento de la economía en sentido global, cuando éste no alcanza un ritmo vivo sostenido en el tiempo, es decir, cuando se atraviesan épocas de crisis, el talón de Aquiles lo constituye todo lo que gira en torno a la captación de recursos financieros a buen coste para paliar el bajo nivel de los flujos de tesorería generados por la propia actividad empresarial.

BIBLIOGRAFÍA

ALVAREZ LÓPEZ, J (1980): *Planificación de la empresa y control integrado de gestión*. Ed. Donostiarra. Madrid.

BACHILLER, LAFUENTE Y SALAS, V (1987): *Gestión económico-financiera del circulante*. Ed. Pirámide. Madrid.

BALLESTERO, E (1974): *El balance: Una introducción a las finanzas*. Ed. Alianza Universidad. Madrid.

BREALEY, R; MYERS, S (1993): *Fundamentos de financiación empresarial*. Ed. McGraw-Hill. Madrid.

CARDONA, J. M (1982): *Análisis financiero*. Ed. Index. Madrid.

CEBOLLERO ABIZANDA, E (1981): *La empresa española y la situación financiera*. Ed. Bolsa de Madrid.

CUERVO GARCÍA, A (1979): *La planificación en el proceso de decisión de la empresa*. Ed. Pirámide. Madrid.

CUERVO GARCÍA, A. y otros (1994): *Introducción a la Administración de Empresas*. Ed. Civitas. Madrid.

DEFOSSE, G (1962): *Teoría de la Financiación de la Empresa*. Ed. Gustavo Gili. Barcelona.

DEPALLENS, G (1967): *Gestion Financière de L'entreprise*. Ed. Sirey. París.

DOMINGUEZ MACHUCA, J. A y otros (1987): *El subsistema de inversión y financiación de la empresa*. Ed. Pirámide. Madrid.

DURAN HERRERA, J. J (1992): *Economía y Dirección Financiera de la Empresa*. Ed. Pirámide. Madrid.

FERNANDEZ ALVAREZ, A. I (1994): *Introducción a las finanzas*. Ed. Civitas. Madrid.

FERNÁNDEZ BLANCO, M (1992); *Dirección Financiera de la Empresa*. Ed. Pirámide. Madrid.

FERNÁNDEZ, A. I; GARCÍA OLALLA, M (1992); *Las decisiones financieras de la empresa*. Ed. Ariel Economía. Barcelona.

FONDEVILA ROCA, E (1985); *Diagnóstico de la Empresa*. Ed. Vicens-Vives. Barcelona.

GONZÁLEZ PASCUAL, J (1992); *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera*. Ed. Pirámide. Madrid.

MEYER, J (1979); *Gestión presupuestaria*. Ed. Deusto. Bilbao.

PÉREZ CARBALLO, A y J; VELA SASTRE, E (1981); *Gestión financiera de la empresa*. Ed. Alianza Universidad. Madrid.

RIGGS, J. L (1973); *Modelos de decisión económica*. Ed. Alianza Universidad.

RIVERO TORRE, P (1973); *Cash-flow, Estado de Origen y Aplicación de Fondos*. Ed. APD. Madrid.

RIVERO, J (1990); *Análisis de estados financieros*. Ed. Trivium. Madrid.

RONCHI, L (1968); *El control económico y financiero por la alta dirección*. Ed. Deusto. Bilbao.

SUÁREZ SUÁREZ, A (1986); *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Ed. Pirámide. Madrid.

SUÁREZ SUÁREZ, A (1991); *Curso de Introducción a la Economía de la Empresa*. Ed. Pirámide. Madrid.

URQUIJO Y DE LA PUENTE, J. L de; y otros (1968); *Planificación financiera de la Empresa*. Ed. Deusto. Bilbao.

WESTON, J; WOODS, B (1970); *Teoría de la financiación de la empresa*. Ed. Gustavo Gili. Barcelona.