

# **El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa**

EMILIO GIRONELLA MASGRAU  
Universitat Pompeu Fabra y Gironella Velasco Auditores

## **Resumen**

Los aspectos económicos del análisis de estados financieros esconden en ocasiones facetas que, cuando se conocen, son sorprendentes para muchos usuarios. Uno de ellos es el estudio del apalancamiento financiero. El hecho de que un aumento del endeudamiento de una empresa pueda mejorar su rentabilidad financiera puede parecer extraño pero es así. Este artículo pretende dar a conocer, en términos sintéticos y necesariamente esquemáticos, el apalancamiento financiero, por lo que primero introduce los conceptos de rentabilidad económica y de rentabilidad financiera, a fin de tener una visión amplia del tema objeto de estudio y comprender dónde se enmarca y cuál es su efecto.

## **Palabras clave**

Análisis de estados financieros; Finanzas

## 1. Introducción

La mayoría de empresas financian su actividad a través de fuentes de financiación propias (fondos propios, utilizando la terminología del Plan General de Contabilidad) y de fuentes de financiación ajena (acreedores a corto y a largo plazo). Son poquísimas las empresas que a lo largo de su vida utilizan únicamente fondos propios, dado que, de hacerlo, pudiera ocurrir en ciertas ocasiones que obtuviesen una rentabilidad financiera inferior a la que podrían conseguir en el caso de haber financiado parte de sus operaciones con fuentes de financiación ajena (deudas con coste financiero explícito).

El estudio del endeudamiento contable tiene que ver con el grado o nivel de endeudamiento que tiene una empresa en un momento determinado, considerado bajo el punto de vista estrictamente financiero.

Al igual que ocurre con muchos otros temas del análisis de estados financieros, no existe unanimidad entre los analistas y estudiosos de esta disciplina acerca de cómo expresar dicho endeudamiento, siendo los ratios más utilizados para medirlo los tres siguientes:

Ratio clásico

$$\text{(ampliamente utilizado)} = \frac{\text{Exigible a largo plazo} + \text{Exigible a corto plazo}}{\text{Fondos propios}}$$

$$\text{El ratio menos utilizado} = \frac{\text{Fondos propios}}{\text{Pasivo total}}$$

Ratio muy utilizado

$$\text{(a mi criterio el más acertado)} = \frac{\text{Exigible a largo plazo} + \text{Exigible a corto plazo}}{\text{Fondos propios}}$$

Adicionalmente al estudio del ratio de endeudamiento contable desde el punto de vista financiero, a la empresa le interesa analizarlo también bajo el punto de vista económico (apalancamiento financiero), que

es el que evidenciará la estructura óptima que debieran tener bajo esta perspectiva sus fondos propios y por lo tanto el nivel de endeudamiento más adecuado para sus intereses.

Pero antes de entrar en el estudio en profundidad de este tema es conveniente mostrar un ejemplo sencillo de la naturaleza de las partidas y la estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias según el modelo establecido por el Plan General de Contabilidad y comentar brevemente los conceptos de rentabilidad económica y de rentabilidad financiera, que servirán posteriormente para entender el apalancamiento financiero más ampliamente.

## **2. La rentabilidad económica (RE)**

El ejemplo comentado se refiere al ejercicio 2003 y es el siguiente:

|  | Euros               |
|--|---------------------|
| + Ingresos de explotación (ventas netas)   | 2.000,00            |
| – Gastos de explotación  | –1.900,00           |
| = Beneficio bruto de explotación o beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) | <u>100,00</u>       |
| – Gastos financieros (intereses)   | –12,00              |
| = Beneficio antes de impuestos (BAI) y de partidas extraordinarias                 | <u>88,00</u>        |
| + Ingresos extraordinarios (venta de inmuebles)                                    | 30,00               |
| = Beneficio después de partidas extraordinarias y antes de impuestos               | <u>118,00</u>       |
| – Impuesto sobre beneficios (35%)  | –41,30              |
| = Beneficio neto o beneficio después de impuestos (BDI)                            | <u><u>76,70</u></u> |

El balance al 31 de diciembre de 2003 de la misma empresa es el siguiente:

| Activo | Pasivo |
|--------|--------|
| AF 600 | FP 600 |
| AC 600 | EL 600 |
| 1.000  | EC 600 |
|        | 1.000  |

La rentabilidad se define como la medida del rendimiento que producen los capitales invertidos en un determinado periodo de tiempo, lo que implica comparar el beneficio generado con el capital invertido o empleado para obtenerlo.

El problema es que estando todo el mundo de acuerdo con la definición anterior, en el momento de aplicarla las interpretaciones existentes sobre el concepto de beneficio generado (numerador del cociente o ratio) y sobre el capital invertido (denominador del ratio) son muchas y variadas, originando una gran diversidad de opiniones al respecto y, consecuentemente, de cálculos para obtenerla.

No obstante, las más utilizadas, independientemente de otras acepciones de la rentabilidad, son la «rentabilidad económica» y la «rentabilidad financiera», que provienen de la propia estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias, atendiendo a las subpartes en que se divide.

La rentabilidad económica (RE), conocida con los acrónimos ingleses ROI (*return on investments* o rentabilidad de las inversiones), ROA

(*return on assets* o rentabilidad de los activos) o ROCE (*return on capital employed* o rentabilidad del capital utilizado), pretende calcular la rentabilidad de la actividad principal u ordinaria de la empresa.

Claro que hablar de actividad principal u ordinaria de la empresa es entendido de muy diferentes maneras, lo que da pie a que tampoco exista unanimidad entre los analistas y expertos en análisis de estados financieros en cuanto a las partidas que deben emplearse para su cálculo.

La rentabilidad económica (RE) se determina mediante la aplicación de ratios, que se expresan en porcentaje. Las opiniones más habituales en cuanto a su determinación identifican como beneficio (numerador) y como capital empleado (denominador) los conceptos siguientes:

- Como beneficio o numerador del ratio:
  - Beneficio bruto de explotación o beneficio antes de intereses e impuestos (BAII).
  - BAII excluyendo los ingresos y gastos de explotación que no están relacionados con la actividad principal u ordinaria de la empresa.
  - BAII más gastos financieros.
  - BAII más gastos financieros menos ingresos financieros.
  - BAII menos impuestos de la porción exclusiva del BAII.
  - BAII más partidas extraordinarias.
  - BAII más partidas extraordinarias menos impuestos.
  - Beneficio neto o beneficio después de impuestos (BDI).
  - BDI más gastos financieros.
  - BDI más gastos financieros netos del efecto impositivo.
  - BDI más partidas extraordinarias más gastos financieros netos del efecto impositivo.
  - BDI más partidas extraordinarias.
  - Cash flow bruto.
- Como capital empleado o denominador del ratio:
  - Activo total.
  - Activo total excluyendo los bienes que no están relacionados con la actividad principal u ordinaria de la empresa.
  - Activo total promediado.
  - Activo total promediado excluyendo los bienes promediados que no están relacionados con la actividad principal u ordinaria de la empresa.

- Fondos propios más fondos ajenos remunerables (con gasto financiero explícito).
- Fondos propios promediados más fondos ajenos remunerables (con gasto financiero explícito) promediados.
- Fondos propios más deudas a largo plazo (recursos permanentes).
- Fondos propios más deudas a largo plazo promediados.

Del detalle anterior se desprende que existe un amplio abanico de opiniones sobre el cálculo o determinación de la rentabilidad económica (RE). No obstante, es necesario reseñar que algunos de los elementos utilizados para determinar dicho ratio no son aceptables, a mi criterio, pues no veo que conduzcan a determinar la rentabilidad económica, que es de lo que se trata. Evidentemente queda fuera del alcance de este artículo entrar en el detalle en profundidad de este importante aspecto.

A los efectos que aquí interesa utilizaré como ratio de la RE el siguiente:

$$\text{Ratio de RE} = \frac{\text{BA II corregido}}{\text{Activo total promedio corregido}}$$

Propongo este ratio –otros ratios de la RE son también perfectamente utilizables– porque se sustenta en que la RE debe medir la rentabilidad de las inversiones (activos) totales de una empresa con independencia de la estructura financiera, que es otro ámbito de la empresa. En cuanto al numerador del ratio lo que se pretende es determinar el beneficio económico, que es el motor de la empresa, originado por la actividad realizada por su estructura productiva y de ventas.

En un artículo anterior (Gironella: 2004: 9) expliqué el concepto de BAII corregido y de activo total promedio corregido, por lo que remito al lector al mismo.

Es preciso remarcar dos aspectos en relación al ratio propuesto, a saber:

1. Su cálculo se basa en la aplicación del principio del precio de adquisición (coste histórico) para la valoración de los bienes del activo reflejados en el denominador y también para el cálculo del BAII corregido reflejado en el numerador. Ni que decir tiene que

si la empresa utilizase el valor razonable o cualquier otro método de valoración en vez del precio de adquisición, tanto las cifras del numerador como las del denominador del ratio serían diferentes, por lo que el resultado también lo sería.

2. La inclusión de las partidas extraordinarias dentro del cálculo del BAII corregido. A mi criterio la conclusión es clara. Las partidas extraordinarias, que como es sabido se originan por transacciones que no tienen nada que ver con la actividad principal u ordinaria de la empresa y son de carácter no recurrente (el beneficio originado por la venta de un inmueble en el caso que nos ocupa), no pueden ni deben formar parte del BAII corregido, dado que dicho BAII pretende reflejar únicamente el beneficio económico resultante de la actividad principal y recurrente de la empresa y por lo tanto la inclusión de partidas extraordinarias (gastos, pérdidas, ingresos y beneficios) desvirtuaría esta cifra.

Algunos autores (por ejemplo Flores Caballero: Tomo I: 2002: 135) proponen acertadamente analizar el BAII de la empresa dividiéndolo entre BAII Operaciones y BAII Empresa, incluyendo en el primero únicamente el beneficio de explotación y en el segundo también las partidas extraordinarias, que él denomina rendimientos atípicos.

A mi criterio es un gravísimo error el cometido por el *International Accounting Standards Board* (IASB) en diciembre de 2003 con la mejora introducida en la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 1, «Presentación de estados financieros», en la que elimina la presentación de «partidas extraordinarias» en la estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias y en las notas o memoria, aunque exige información acerca de la naturaleza y cuantificación de todas las partidas significativas de ingresos y de gastos del ejercicio, dado que este hecho significa un claro retroceso en la calidad de la información que debe presentar la cuenta de pérdidas y ganancias.

Si se acepta como válido y razonable que cualquier cuenta de pérdidas y ganancias debe mostrar lo más claramente posible las causas que han generado el resultado del ejercicio, es inaceptable disminuir la calidad de la información que debe reflejar este importante documento contable y remitir la explicación de los ingresos y gastos acaecidos más relevantes a la memoria, pero sin identificar los que son de explotación, los atípicos y los extraordinarios. ¡Lo que hay que ver!

Es muy conveniente descomponer o desglosar con más detalle la

RE para la toma de decisiones empresariales. El primer paso es el de multiplicar el ratio anterior por Ventas netas/Ventas netas, quedando como sigue:

$$\text{Ratio de RE descom puesto} = \frac{\text{BA II corregido}}{\text{Activo total promedio corregido}} \times \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Ventas netas}}$$

Si seguidamente se varía el orden de los factores sin alterar evidentemente el producto el resultado será el siguiente:

$$\text{Ratio de RE descom puesto} = \underbrace{\frac{\text{BA II corregido}}{\text{Ventas netas}}}_{\text{Margen de beneficio}} \times \underbrace{\frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activo total promedio corregido}}}_{\text{Rotación del activo}}$$

El primer ratio (margen de beneficio) expresa el margen económico o porcentaje del BAII corregido sobre la cifra de ventas netas, es decir, el beneficio económico que se obtiene por cada unidad de las ventas netas realizadas. Es un ratio ilustrativo y muy utilizado por ser indicador de la rentabilidad económica de una empresa.

El segundo ratio (rotación del activo) relaciona las ventas netas realizadas con el activo total promedio corregido. Mide el volumen de actividad desarrollado por la empresa lo cual significa determinar el rendimiento obtenido de los activos, siendo un ratio muy utilizado y de significado interesante en el ámbito económico.

Aplicando el ratio de RE descompuesto a las cifras del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias facilitados se obtiene lo siguiente:

$$\text{Ratio de RE descom puesto} = \frac{100}{2.000} \times \frac{2.000}{1.000} = 5\% \times 2 \text{ veces} = 10\%$$

Si la descomposición del ratio de RE en los dos componentes anteriores (margen de beneficio y rotación del activo) es relevante al facilitar información más útil que el ratio de RE sin descomponer, la utilidad de la información económica aumentará si cada uno de los dos ratios desglosados se divide a su vez detalladamente en otros componentes. Es lo que se denomina una pirámide de ratios, pues de esta manera es posi-



ble analizar en profundidad la importancia relativa y también la evolución en el tiempo de las partidas individuales que conforman las diferentes partidas que se integran dentro del cálculo de la RE.

### 3. La rentabilidad financiera (RF)

El factor que más interesa a los propietarios de una empresa (sean accionistas, socios o partícipes) es, entre otros, el resultado neto obtenido o beneficio después de impuestos (BDI), en el caso de obtener ganancia, que es la cifra que, en caso de que la junta general de accionistas lo apruebe, puede repartirse como dividendo sin descapitalizar la empresa.

La rentabilidad financiera (RF), conocida con el acrónimo inglés ROE (*return on equity* o rentabilidad de los fondos propios) pretende calcular la rentabilidad de los fondos propios o fuentes de financiación propias aportadas por los accionistas.

Al igual que ocurriera con la rentabilidad económica (RE) tampoco existe unanimidad entre los analistas y expertos en análisis de estados financieros en cuanto a las partidas que deben emplearse para su cálculo, que usualmente se determina mediante la aplicación de ratios, expresados en porcentaje.

Las opiniones más habituales en cuanto a su determinación identifican como beneficio financiero (numerador) y como fondos propios (denominador) los conceptos siguientes:

- Como beneficio financiero o numerador del ratio:
  - Beneficio después de partidas extraordinarias y antes de impuestos.
  - Beneficio neto o beneficio después de impuestos (BDI).
  - Beneficio neto o beneficio después de impuestos (BDI) excluyendo las partidas extraordinarias y su efecto impositivo.
  - Beneficio neto o después de impuestos (BDI) menos dividendos preferentes.
  - Beneficio del ejercicio más gastos financieros menos el ahorro de impuestos de los gastos financieros menos partidas extraordinarias.
  
- Como fondos propios o denominador del ratio:
  - Fondos propios.

- Fondos propios promediados.
- Capital en acciones ordinarias promediado.
- Fondos propios más deudas a largo plazo promediados.

A mi criterio algunos de los elementos utilizados previamente para determinar dicho ratio no son aceptables al no conducir objetivamente a determinar la rentabilidad financiera. Evidentemente queda fuera del alcance de este artículo entrar en el detalle en profundidad de este punto.

El ratio de rentabilidad financiera (RF) que será objeto de estudio y comentarios es el siguiente:

$$\text{Ratio de RF} = \frac{\text{Beneficio neto corregido o BDI corregido}}{\text{Fondos propios promediados corregidos}}$$

Aplicándolo al ejemplo facilitado se obtiene:

$$\text{Ratio de RF} = \frac{76,70}{500 - 76,70} = 18,12\%$$

Al igual que en el ratio de RE lo más positivo para los accionistas de una empresa es que el ratio de RF sea lo más elevado posible.

Es conveniente remarcar tres aspectos relevantes en relación al ratio propuesto, a saber:

1. Su cálculo se basa en la aplicación del principio del precio de adquisición (coste histórico) para la valoración de los fondos propios promediados corregidos reflejados en el denominador y también para el cálculo del BDI corregido reflejado en el numerador. Ni que decir tiene que en caso de utilizar el valor razonable o cualquier otro método de valoración en vez del precio de adquisición, tanto las cifras del numerador como las del denominador del ratio serían diferentes, por lo que el resultado también lo sería.
2. Los fondos propios promediados corregidos del denominador del ratio no debieran incluir el importe del beneficio o pérdida del ejercicio actual. El argumento es que al inicio del ejercicio objeto de análisis existen unos fondos propios que son los que la empresa pone en gestión para generar el resultado del ejercicio, resultado

que se va generando durante todo el ejercicio. En consecuencia, entiendo que la cifra del BDI corregido que aparece en el numerador del ratio no debería incluirse también en el denominador, pues al hacerlo se estaría computando dos veces en su cálculo.

3. La inclusión de las partidas extraordinarias dentro del cálculo del BDI corregido. El beneficio neto corregido o BDI corregido incluye todos los resultados de la empresa, sean de explotación o de su actividad principal u ordinaria, atípicos y extraordinarios, por lo que en este punto no puede haber discusión al respecto.

Un tema diferente es conocer la «calidad» o composición del beneficio neto corregido. Esto ya es otro cantar. Es por este motivo que en el caso de que existan partidas extraordinarias y si tienen una importancia relativa significativa, algunos analistas calculan acertadamente dos ratios de RF: el primero sin incluir las partidas extraordinarias, teniendo en cuenta evidentemente su efecto fiscal, y el segundo incluyendo todos los resultados de la empresa, sin distinguir su naturaleza. Su proceder es lógico porque proporciona información útil a los usuarios de información financiera.

Al igual que con el ratio de RE el ratio de RF también se puede descomponer, a base de multiplicadores, con el objetivo de proporcionar información útil y amplia para la toma de decisiones económicas. El problema es que dicha descomposición puede efectuarse aplicando diferentes multiplicadores, dando lugar a resultados e interpretaciones diferentes según los multiplicadores aplicados.

A los efectos que aquí interesa el desglose o descomposición de la RF se realizará aplicando el denominado método Parés, nombre que se deriva de su autor (Parés A: 1979: 3-20), que la descompone aplicando la lógica de la estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias, conforme puede verse a continuación:

$$\text{Ratio de RF descompuesto} = \frac{\text{BDI}}{\text{Fondos propios}} \times \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Ventas netas}} \times \frac{\text{Activo total}}{\text{Activo total}} \times \frac{\text{BA II}}{\text{BA II}} \times \frac{\text{BA I}}{\text{BA I}}$$

Cambiando el orden de los factores sin alterar evidentemente el producto el resultado será el siguiente:

$$\text{Ratio de RF descompuesto} = \underbrace{\frac{\text{BA I}}{\text{Ventas netas}}}_{\text{Margen de beneficio}} \times \underbrace{\frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activo total}}}_{\text{Rotación del activo}} \times \underbrace{\frac{\text{BA I}}{\text{BA II}} \times \frac{\text{Activo total}}{\text{Fondos propios}}}_{\text{Apalancamiento financiero}} \times \underbrace{\frac{\text{BD I}}{\text{BA I}}}_{\text{Efecto fiscal}}$$

Según la descomposición del ratio de rentabilidad financiera anterior, descomposición que a mi criterio es muy lógica y completa, la rentabilidad financiera (RF) de una empresa depende:

- Del margen de beneficio.
- De la rotación del activo.
- Del apalancamiento financiero.
- Del efecto fiscal.

Los dos primeros factores de la descomposición del ratio de RF anterior, el margen de beneficio y la rotación del activo, son el resultado de la descomposición del ratio de rentabilidad económica (RE) analizado previamente, de lo que se deduce que la RF de una empresa depende, en parte, de su RE.

El cuarto factor de la descomposición del ratio de RF, el denominado efecto fiscal es fácil de entender. En efecto, según muestra la cuenta de pérdidas y ganancias analizada, existen unos gastos financieros (intereses explícitos de las deudas a largo plazo de 200 euros) de 12 euros, gastos financieros que, de acuerdo con la vigente legislación fiscal española, son fiscalmente deducibles en la base imponible del impuesto sobre sociedades. Este gasto financiero representa un interés bruto del 6% sobre la cuantía de las deudas a largo plazo (dichas deudas han existido durante todo el ejercicio y devengado intereses durante el mismo por tratarse de deudas a largo plazo con dos años de carencia en cuanto a su amortización).

Si la empresa descrita no tuviera deudas a largo plazo no existirían gastos financieros por intereses, por lo que su cuenta de pérdidas y ganancias sería como sigue:

|  | Euros               |
|--|---------------------|
| + Ingresos de explotación (ventas netas)   | 2.000,00            |
| – Gastos de explotación  | –1.900,00           |
| = Beneficio bruto de explotación o beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) | <u>100,00</u>       |
| – Gastos financieros (intereses)   | –                   |
| = Beneficio antes de impuestos (BAI) y de partidas extraordinarias                 | <u>100,00</u>       |
| + Ingresos extraordinarios (venta de inmuebles)                                    | 30,00               |
| = Beneficio después de partidas extraordinarias y antes de impuestos               | <u>130,00</u>       |
| – Impuesto sobre beneficios (35%)  | –45,50              |
| = Beneficio neto o beneficio después de impuestos (BDI)                            | <u><u>84,50</u></u> |

Si comparamos el efecto de la existencia o no existencia de deuda con gasto financiero explícito aparece la diferencia siguiente:

|  | Euros              |
|--|--------------------|
| + Beneficio neto o BDI (asignable a los propietarios)  | <u>76,70</u>       |
| + Gastos financieros (asignables a los acreedores)   | 12,00              |
| = Beneficio total de la empresa asignable a los propietarios (fondos propios) y a terceros que han prestado recursos | <u>88,70</u>       |
| – Beneficio neto o BDI si no existen gastos financieros  | <u>84,50</u>       |
| = Diferencia (ahorro fiscal)   | <u><u>4,20</u></u> |

La diferencia anterior constituye el ahorro fiscal derivado del hecho de que los gastos financieros son fiscalmente deducibles en la declaración del impuesto sobre sociedades, conforme puede calcularse directamente como sigue:

Gastos financieros (12) (35% del impuesto sobre sociedades = 4,2 euros.

#### 4. El apalancamiento financiero (AF)

El concepto «apalancamiento financiero» tiene diferentes acepciones según el objetivo que se pretenda conseguir. Así, una interpretación muy extendida es que apalancamiento financiero significa el nivel de endeudamiento de una empresa, de tal suerte que estar apalancado se entiende que es estar endeudado.

No obstante, la acepción más generalmente aceptada es aquella que lo relaciona con el efecto o incidencia que el endeudamiento provoca en la rentabilidad financiera (RF). Evidentemente el apalancamiento puede ser positivo, negativo o neutro. Veamos seguidamente con un sencillo ejemplo la comprensión del término.

Siguiendo con la misma empresa cuyos datos se han facilitado anteriormente, a saber, el balance al 31 de diciembre de 2003 y los datos básicos de la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2003 que interesan:

| Activo | Pasivo |
|--------|--------|
| AF 600 | FP 500 |
| AC 400 | EL 200 |
|        | EC 300 |
| 1.000  | 1.000  |

|  |        |
|--|--------|
|  | Euros  |
| + Ingresos de explotación (ventas netas)   | 2.000  |
| – Gastos de explotación  | –1.900 |
| = Beneficio bruto de explotación o beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) | 100    |

Imaginemos que el tipo de interés bruto anual de la financiación obtenida de acreedores a largo plazo, con interés explícito, es del 10% y el porcentaje del impuesto sobre sociedades es del 35%.

**Tabla 1:** Niveles de endeudamiento de la empresa y su efecto sobre la rentabilidad financiera

| <b>Niveles de endeudamiento de la empresa y su efecto sobre la rentabilidad financiera</b> |                     |                                      |                  |                                     |                           |   |                              |
|--|---------------------|--------------------------------------|------------------|-------------------------------------|---------------------------|---|------------------------------|
| Nivel  | Fondos propios (FP) | Deuda con gasto financiero explícito | Gasto financiero | Beneficios antes de impuestos (BAI) | Impuesto sobre beneficios | Beneficio neto o beneficio después de impuestos (BDI) | Rentabilidad financiera (RF) |
| 1  | 700                 | –                                    | –                | 100                                 | 35,00                     | 65,00   | 10,24%                       |
| 2  | 500                 | 200                                  | 20               | 80                                  | 28,00                     | 52,00   | 11,61%                       |
| 3  | 450                 | 250                                  | 25               | 75                                  | 26,25                     | 48,75   | 12,15%                       |
| 4  | 400                 | 300                                  | 30               | 70                                  | 24,50                     | 45,50   | 12,83%                       |
| 5  | 350                 | 350                                  | 35               | 65                                  | 22,75                     | 42,25   | 13,73%                       |
| 6  | 300                 | 400                                  | 40               | 60                                  | 21,00                     | 39,00   | 14,94%                       |
| 7  | 250                 | 450                                  | 45               | 55                                  | 19,25                     | 35,75   | 16,69%                       |
| 8  | 200                 | 500                                  | 50               | 50                                  | 17,50                     | 32,50   | 19,40%                       |
| 9  | 150                 | 550                                  | 55               | 45                                  | 15,75                     | 29,25   | 24,22%                       |
| 10   | 100                 | 600                                  | 60               | 40                                  | 14,00                     | 26,00   | 35,14%                       |

La tabla 1 evidencia el efecto que tiene en la RF un mayor nivel de endeudamiento de la empresa, el efecto apalancamiento financiero.

En efecto, el nivel 1 en la primera fila representa una situación de 700 euros de fondos propios sin endeudamiento (se ha mantenido en todos los niveles la existencia de acreedores o exigible a corto plazo sin gasto financiero explícito de 300 euros). El beneficio neto o BDI de 65 euros se asigna únicamente a los accionistas, que han aportado unos fondos propios de 700 euros, siendo la RF del 10,24%.

En el nivel 2 o segunda fila la estructura de la financiación del pasi-

vo ha cambiado radicalmente, existiendo unos fondos propios de 500 euros y unas deudas con gasto financiero explícito de 200. El importe del gasto financiero de dichas deudas asciende a 20 euros. Deduciendo dicho importe de 20 euros del BAI de 100 queda un beneficio antes de impuestos (BAI) de 80 euros, del cual restando el gasto del impuesto sobre beneficios queda un BDI de 52 euros, siendo la RF en este caso del 11,61%. El efecto de haber disminuido los fondos propios y de haber aumentado las deudas (con gasto financiero explícito) en 200 euros ha significado que la RF ha aumentado del 10,24% al 11,61%, es decir, un incremento porcentual del 1,37%. Este incremento en la RF es debido al efecto del apalancamiento financiero.

En el nivel 10 del cuadro anterior los fondos propios ascienden únicamente a 100 euros, mientras que la deuda con gasto financiero explícito es de 600 euros. En este caso la RF alcanza la cuantía del 35'14%, que es la cifra máxima del cuadro.

La tabla 1 muestra que a medida que disminuye la cuantía de los fondos propios (empiezan con 700 euros y disminuyen hasta 100 euros) y aumenta el endeudamiento de la empresa (de cero a 600 euros) aumenta la RF que pasa del 10,24% al 35'14% en el nivel máximo del endeudamiento.

Claro que el nivel 10, que es el de máximo endeudamiento (deuda con gasto financiero explícito de 600) es muy difícil que se dé en la vida real, dado que ninguna entidad crediticia estaría dispuesta a financiar un volumen tal de crédito y correr con el elevado riesgo pertinente si la empresa tiene únicamente unos fondos propios de 100 euros. En la actualidad los departamentos de riesgo de las entidades crediticias velan por el buen negocio de la entidad y evidentemente no aprobarían nunca una operación de estas características.

El otro lado de la moneda es la empresa. La pregunta lógica es ¿Cuál es el nivel máximo de endeudamiento que puede asumir? La respuesta a esta pregunta no es fácil de responder porque las circunstancias específicas de cada empresa son diferentes. No obstante, financieramente hablando la respuesta no es tan complicada. El nivel máximo de endeudamiento de una empresa viene condicionado por:

1. El importe que puede devolver. Es evidente que los administradores de una empresa no solicitarán sensatamente unas cuantías de créditos y de préstamos que después la empresa no pueda devolver. Hacerlo, en el supuesto de que pudiesen obtenerlos, equi-



valdría a una «huida hacia adelante» con futuro incierto, que probablemente no conduciría a buen puerto. En consecuencia, la cuantía máxima del endeudamiento debería ser aquel importe que la empresa puede devolver teniendo en cuenta que para su cálculo deben adoptarse las cautelas y precauciones necesarias en el presupuesto que se haga de los ingresos y gastos futuros, porque el riesgo siempre existe.

En efecto, el estímulo de mejorar la rentabilidad financiera (RF) de una empresa, es decir, la rentabilidad de los accionistas, no debe caer en la tentación de asumir unos riesgos innecesarios y elevados que en el futuro lo único que traerán son problemas. Es bien conocido que empresas que tenían una buena rentabilidad y para las que se auguraba un magnífico futuro cayeron como un castillo de naipes cuando se endeudaron excesivamente por tener un crecimiento fuera de sus posibilidades y, a pesar de su rentabilidad, la falta de gestión adecuada en el nivel del endeudamiento y también la agresividad de sus dirigentes que querían comerse el mundo las condujeron al precipicio.

Incluso las empresas más prudentes y gestionadas conservadoramente pueden sufrir situaciones desagradables motivadas por la pérdida de un cliente importante, el impago de clientes por suspensiones de pagos y quiebras, el deterioro general de la economía o de la condición general del país y tantas otras situaciones que se dan en la vida real. Por lo tanto, la decisión del nivel de endeudamiento en que debe incurrir una empresa es un apartado de vital importancia al que se debe prestar la atención necesaria.

2. Si el apalancamiento financiero es positivo o neutro. El apalancamiento financiero es positivo cuando la utilización o el aumento en el nivel de endeudamiento aumenta la rentabilidad financiera (RF) de la empresa. Es neutro o indistinto cuando la utilización o el aumento en el nivel de endeudamiento no altera la RF y, obviamente, es negativo cuando la utilización o el aumento en el nivel de endeudamiento no es conveniente para la empresa, lo que significa que en este caso no interesa porque no añade nada positivo a la empresa sino negativo.

Un aspecto adicional a los ya comentados hasta este momento tiene que ver con la disminución de los fondos propios. En la hipótesis de tra-

bajo del cuadro anterior los fondos propios disminuyen de 700 a 100 euros. Dicha reducción puede hacerse por disminución del capital social, por reparto o distribución de las reservas y también del beneficio del ejercicio.

La disminución del capital social, se haga en la forma que se haga, puede presentar problemas legales porque ciertos acreedores pueden oponerse si estiman –y evidentemente tienen razones sobradas para ello– que con dicha disminución se reducen las garantías de la empresa frente a ellos, lo cual puede eliminar la posibilidad de realización. De cara a los accionistas, y para que la disminución sea muy atractiva, en los últimos tiempos algunas empresas han reducido su capital social mediante devolución dineraria a los mismos, procedimiento equivalente en realidad a un reparto de beneficios con la ventaja adicional de su exención fiscal, a diferencia de los dividendos que sí tributan.

El reparto o distribución de reservas o del beneficio del ejercicio no tiene los problemas indicados anteriormente, si bien su ejecución y el aumento del endeudamiento pone a la empresa en una situación más débil que con anterioridad para poder hacer frente a eventualidades no previstas y que pueden acarrearles grandes problemas.

Un análisis detallado del cuadro anterior muestra los factores que inciden en el apalancamiento financiero, que son los tres siguientes (en términos muy sintéticos):

1. La cuantía del beneficio bruto de explotación o beneficio antes de intereses e impuestos (BAII). Es evidente que si el BAII disminuye o si es negativo por la existencia de pérdidas en vez de beneficios es posible o seguro que no interese aumentar el endeudamiento, en especial si tiene gasto financiero explícito.
2. El efecto de los gastos financieros (intereses). Si el tipo de interés anual aumenta o disminuye por supuesto que este hecho tendrá su correspondiente incidencia en el apalancamiento financiero. A medida que se incrementan los gastos financieros devengados por las deudas contraídas es más difícil que las empresas puedan apalancarse financieramente dado que al utilizar en la fórmula de su cálculo el BAI (beneficio antes de impuestos) en el que los gastos financieros ya han sido considerados, la incidencia de un aumento o disminución en el mismo es palpable.
3. El nivel de endeudamiento de la empresa. Es un factor esencial dado que a mayor endeudamiento existirán mayores gastos finan-

cieros con el correspondiente efecto en el beneficio neto o beneficio después de impuestos (BDI).

Existen varias maneras de calcular el apalancamiento financiero (en análisis de estados financieros existen varias formas para analizar muchos aspectos que trata esta disciplina, señal inequívoca de que varios temas han sido estudiados y analizados bajo diferentes perspectivas). Las más habituales son las siguientes:

1.<sup>a</sup> La derivada de la fórmula Parés, previamente indicada, a saber:

$$\frac{\text{BA I}}{\text{BA II}} \times \frac{\text{Activo total}}{\text{Fondos propios}}$$

Si el producto de los dos ratios anteriores es:

- > 1: El endeudamiento aumenta la RF y, por lo tanto, es conveniente.
- < 1: El endeudamiento no aumenta la RF y, por lo tanto, no es conveniente.
- = 1: El endeudamiento es indistinto y, por lo tanto, no altera la RF.

2.<sup>a</sup> Comparando el ratio de RE con el ratio de RF. Si el ratio de RF > RE la empresa tiene un apalancamiento financiero positivo. Los autores que aplican esta fórmula utilizan como ratio de RE el siguiente:

$$\text{Ratio de RE} = \frac{\text{Beneficio neto} + \text{Gastos financieros netos de impuestos}}{\text{Fondos propios} + \text{Exigible con gasto financiero explícito (remunerable)}}$$

- Si la división es > 1: La utilización del endeudamiento es conveniente.
- Si la división es < 1: La utilización del endeudamiento no es conveniente.
- Si la división es = 1: La utilización del endeudamiento no altera la rentabilidad.

3.<sup>a</sup> Comparando el ratio de RE > Coste de la deuda (Apalancamiento financiero positivo. Esta comparación, que es muy lógica para

los autores que la proponen, que la descomponen matemáticamente en sus componentes, evidencia lo siguiente:

- En una empresa sin endeudamiento (todo lo financia con fondos propios) su RF dependerá exclusivamente de la RE (rentabilidad de los activos utilizados) y de la carga del impuesto sobre sociedades.
- Por el contrario, una empresa que tiene endeudamiento (se entiende siempre que dicho endeudamiento tiene gasto financiero explícito) su RF dependerá además de si el gasto financiero incurrido supera o no la RE y de la proporción entre el exigible o deuda y los fondos propios.
- De ello se deduce directamente que el endeudamiento será positivo o conveniente para la RF cuando su coste sea inferior a la RE.

## **5. Conclusiones**

El apalancamiento financiero, junto con el margen de beneficio, la rotación del activo y el efecto fiscal, es uno de los componentes de la rentabilidad financiera (rentabilidad de los accionistas). En consecuencia, actuando adecuadamente sobre el apalancamiento financiero se puede conseguir un aumento de la rentabilidad financiera.

El apalancamiento financiero es conveniente para una empresa cuando su endeudamiento actual o un incremento del mismo aumente la rentabilidad financiera, no es conveniente si no la aumenta y es neutro si la utilización del endeudamiento no la altera.

El factor riesgo que acompaña siempre a un determinado nivel de endeudamiento debe controlarse para evitar en el futuro no poder rembolsar las deudas contraídas.

## **Bibliografía**

- AMAT, O. (1994) «Análisis de estados financieros. Fundamentos y aplicaciones», Ediciones Gestión 2000, S.A. Barcelona.
- ARCHEL, P. (2003) «Estados contables», Pirámide.
- CORTES, J.C. (2002) «Gestión de tesorería», CISS.
- FLORES, M. (2001) «Análisis e interpretación de los estados financieros», Editorial Dilex, S.L.

- GIRONELLA, E. (2004) «El análisis de la rentabilidad en las empresas», *Management & Empresa*, febrero, 37.
- GOXENS, M.A. y GAY, J.M. (2000) «Análisis de estados contables», Prentice Hall.
- LEFEBVRE, F. (2004) «Memento práctico contable», Francis Lefebvre.
- PARES, A. (1979) «Rentabilidad y endeudamiento en el análisis financiero y la planificación empresarial», *Moneda y Crédito*, diciembre, 151.
- RODRÍGUEZ, L. y ROMAN, I. (1999) «Análisis contable del equilibrio financiero de la empresa». Universidad de Granada.
- URÍAS VALIENTE, J. (1995) «Análisis de estados financieros», MacGraw-Hill.
- WALSH, C. (2001) «Ratios fundamentales de gestión empresarial», Financial Times-Prentice Hall.



**Asociación Catalana de Contabilidad y Direcció**

Edif. Colegio de Economistas de Cataluña  
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona  
Tel.934 161 604 extensió 2019  
info@accid.org – www.accid.org