

El palanquejament financer: de com un augment de l'endeutament pot millorar la rendibilitat financera d'una empresa

EMILI GIRONELLA MASGRAU
Universitat Pompeu Fabra i Gironella Velasco Auditores

Resum

Els aspectes econòmics de l'anàlisi d'estats financers amaguen sovint uns aspectes que, quan es coneixen, són sorprenents per a molts usuaris. Un d'ells és l'estudi del palanquejament financer. El fet que un augment de l'endeutament d'una empresa pugui millorar la seva rendibilitat financera pot semblar estrany, però és així. Aquest article pretén donar a conèixer, en termes sintètics i necessàriament esquemàtics, el palanquejament financer, així doncs primer introdueix els conceptes de rendibilitat econòmica i de rendibilitat financera, per tal de tenir una visió àmplia del tema que és objecte d'estudi i comprendre on s'emmarca i quin és el seu efecte.

Paraules clau

Anàlisi d'estats financers; Finances.

1. Introducció

La majoria d'empreses financen la seva activitat a través de fonts de finançament pròpies (fons propis, si fem la terminologia del Pla General de Comptabilitat) i de fonts de finançament aliè (creditors a curt i a llarg termini). Són poquíssimes les empreses que al llarg de la seva vida només fan servir fons propis, ja que, en cas de fer-ho, podria succeir en certes ocasions que obtinguessin una rendibilitat financera inferior a la qual podrien aconseguir en el cas d'haver finançat part de les seves operacions amb fonts de finançament aliè (deutes amb un cost financer explícit).

L'estudi de l'endeutament comptable està relacionat amb el grau o nivell d'endeutament que té una empresa en un moment determinat, considerat sota el punt de vista estrictament financer.

Igual que succeeix amb molts altres temes de l'anàlisi d'estats financers, no hi ha unanimitat entre els analistes i estudiosos d'aquesta disciplina sobre com expressar aquest endeutament. Les tres ràtios més utilitzades per mesurar-lo són les següents:

$$\text{Ràtio clàssica (ampliament emprada)} = \frac{\text{Exigible a llarg termini} + \text{Exigible a cur termini}}{\text{Fons propis}}$$

$$\text{Ràtio menys emprada} = \frac{\text{Fons propis}}{\text{Passiu total}}$$

$$\text{Ràtio molt emprada (al meu parer la més encertada)} = \frac{\text{Exigible a llarg termini} + \text{Exigible a cur termini}}{\text{Fons propis}}$$

Adicionalment a l'estudi de la ràtio d'endeutament comptable des del punt de vista financer, a l'empresa li interessa analitzar-lo també des del punt de vista econòmic (palanquejament financer), que és el que evidenciarà l'estructura òptima que haurien de tenir sota aquesta perspectiva els seus fons propis i, per tant, el nivell d'endeutament més adequat pels seus interessos.

Però abans d'entrar en l'estudi en profunditat d'aquest tema estimem convenient mostrar un exemple senzill de la naturalesa de les parti-

des i l'estructura del compte de pèrdues i guanys segons el model establert pel Pla General de Comptabilitat i comentar breument els conceptes de rendibilitat econòmica i de rendibilitat financera, que serviran posteriorment per entendre el palanquejament financer més àmpliament.

2. La rendibilitat econòmica (RE)

L'exemple comentat es refereix a l'exercici 2003 i és el següent:

	Euros
+ Ingressos d'exploració (vendes netes)	2.000,00
– Despeses d'exploració	–1.900,00
= Benefici brut d'exploració o benefici abans d'interessos i impostos (BAII)	100,00
– Despeses financeres (interessos)	–12,00
= Benefici abans d'impostos (BAI) i de partides extraordinàries	88,00
+ Ingressos extraordinàries (venda d'immobles)	30,00
= Benefici després de partides extraordinàries i abans d'impostos	118,00
– Impost sobre beneficis (35%)	–41,30
= Benefici net o benefici després d'impostos (BDI)	76,70

El balanç a 31 de desembre de 2003 de la mateixa empresa és el següent:

Actiu	Passiu
AF 600	FP 600
AC 600	EL 600
1.000	EC 600
	1.000

La rendibilitat es defineix com la mesura del rendiment que produeixen els capitals invertits en un determinat període de temps, i això implica comparar el benefici generat amb el capital invertit o emprat per obtenir-lo.

El problema és que, encara que tot el món estigui d'acord amb la definició anterior, en el moment d'aplicar-la, les interpretacions existents sobre el concepte de benefici generat (numerador de quocient o ràtio) i sobre el capital invertit (denominador de la ràtio) són moltes i molt variades, fet que origina una gran diversitat d'opinions al respecte i, en conseqüència, de càlculs per obtenir-la.

No obstant, les més utilitzades independentment d'altres accepcions de la rendibilitat, són la «rendibilitat econòmica» i la «rendibilitat financera», que provenen de la pròpia estructura del compte de pèrdues i guanys, i atenen a les subparts en què es divideix.

La rendibilitat econòmica (RE), coneguda amb els acrònims anglesos ROI (*return on investments* o rendibilitat de les inversions), ROA

(*return on assets* o la rendibilitat dels actius) o ROCE (*return on capital employed* o rendibilitat del capital utilitzat).

És clar que parlar de l'activitat principal o ordinària de l'empresa s'entén de moltes maneres diferents, i això fa que tampoc hi hagi unanimitat entre els analistes i experts en anàlisi d'estats financers pel que fa a les partides que s'han d'emprar per calcular-la.

La rendibilitat econòmica (RE) es determina mitjançant l'aplicació de ràtios, que s'expressa en percentatge. Les opinions més habituals en relació a la seva determinació identifiquen com a benefici (numerador) i com a capital emprat (denominador) els conceptes següents:

- Com a benefici o numerador de la ràtio:
 - Benefici brut d'exploració o benefici abans d'interessos i impostos (BAII).
 - BAII sense incloure els ingressos i despeses d'exploració que no estan relacionats amb l'activitat principal o ordinària de l'empresa.
 - BAII més despeses financeres.
 - BAII més despeses financeres menys ingressos financers.
 - BAII menys impostos de la porció exclusiva del BAII.
 - BAII més partides extraordinàries.
 - BAII més partides extraordinàries menys impostos.
 - Benefici net o benefici després d'impostos (BDI).
 - BDI més despeses financeres.
 - BDI més despeses financeres netes del efecte impositiu.
 - BDI més partides extraordinàries més despeses financeres netes de l'efecte impositiu.
 - BDI més partides extraordinàries.
 - Cash-flow brut.

- Com a capital emprat o denominador de la ràtio:
 - Actiu total.
 - Actiu total sense incloure els béns que no estan relacionats amb l'activitat principal o ordinària de l'empresa.
 - Actiu total mitjà.
 - Actiu total mitjà sense incloure els béns mitjans que no estan relacionats amb l'activitat principal o ordinària de l'empresa.
 - Fons propis més fons aliens remunerables (amb despesa financera explícita).

- Fons propis mitjans més fons aliens remunerables (amb despesa financera explícita) mitjans.
- Fons propis més deutes a llarg termini (recursos permanents).
- Fons propis més deutes a llarg termini mitjans.

Del detall anterior es desprèn que existeix un ampli ventall d'opinions sobre el càlcul o la determinació de la rendibilitat econòmica (RE). No obstant, és necessari ressenyar que alguns dels elements emprats per determinar aquesta ràtio no són acceptables, segons el meu criteri, ja que no veig que condueixin a determinar la rendibilitat econòmica, que és el que pretenem. Evidentment queda fora de l'abast d'aquest article entrar en detall, en profunditat d'aquest aspecte tan important.

Als efectes que aquí interessa faré servir com a ràtio de la RE la següent:

$$\text{Ràtio de RE} = \frac{\text{BAII corregit}}{\text{Actiu total promig corregit}}$$

Proposo aquesta ràtio -altres ràtios de la RE també són perfectament útils- perquè se sustenta en què la RE ha de mesurar la rendibilitat de les inversions (actius) totals d'una empresa amb independència de l'estructura financera, que és un altre àmbit de l'empresa. En relació al numerador de la ràtio el que es pretén és determinar el benefici econòmic, que és el motor de l'empresa, originat per l'activitat realitzada per la seva estructura productiva i de vendes.

En un article anterior (Gironella: 2004: 9) vaig explicar el concepte de BAII corregit i d'actiu total promig corregit, és per això que remeto el lector a aquest article.

És precís remarcar dos aspectes amb relació a la ràtio que es proposa, a saber:

1. El seu càlcul es basa en l'aplicació del principi del preu d'adquisició (cost històric) per a la valoració dels béns de l'actiu reflectits en el denominador i també per al càlcul del BAII corregit reflectit en el numerador. No cal dir que si l'empresa fes servir el valor raonable o qualsevol altre mètode de valoració en lloc del preu d'adquisició, tant les xifres del numerador com les del denominador de la ràtio serien diferents, així que el resultat també ho seria.

2. La inclusió de les partides extraordinàries dins del càlcul del BAII corregit. Segons el meu criteri la conclusió és clara. Les partides extraordinàries, que com tothom sap s'originen per transaccions que no tenen res a veure amb l'activitat principal o ordinària de l'empresa i són de caràcter no recurrent (el benefici originat per la venda d'un immoble en el cas que ens ocupa), no poden ni han de formar part del BAII corregit, ja que aquest BAII pretén reflectir únicament el benefici econòmic resultant de l'activitat principal i recurrent de l'empresa i, per tant, la inclusió de partides extraordinàries (despeses, pèrdues, ingressos i beneficis) desvirtuaria aquesta xifra.

Alguns autors (per exemple Flores Caballero: Volum I: 2002: 135) proposen acertadament analitzar el BAII de l'empresa dividint-lo entre BAII Operacions i BAII Empresa, i inclouen en el primer únicament el benefici d'explotació i en el segon també les partides extraordinàries, que ell denomina rendiments atípics.

Segons el meu parer és un gravíssim error el que va cometre el *International Accounting Standards Board* (IASB) el desembre del 2003 amb la millora introduïda dins la Norma Internacional de Comptabilitat (NIC) 1, «Presentació d'estats financers», en la qual elimina la presentació de «partides extraordinàries» en l'estructura del compte de pèrdues i guanys i en les notes o memòria, encara que exigeix informació sobre la naturalesa i quantificació de totes les partides significatives d'ingressos i de despeses de l'exercici, ja que aquest fet significa un retrocés clar en la qualitat de la informació que ha de presentar el compte de pèrdues i guanys.

Si s'accepta com a vàlid i raonable que qualsevol compte de pèrdues i guanys ha de mostrar el més clarament possible les causes que han generat el resultat del exercici, és inacceptable disminuir la qualitat de la informació que ha de reflectir aquest important document comptable i remetre l'explicació dels ingressos i les despeses més rellevants a la memòria, però sense identificar els que són d'explotació, els atípics i els extraordinaris. On anirem a parar!

És molt convenient descompondre o desglossar amb més detall la RE a prendre decisions empresarials. El primer pas és el de multiplicar la ràtio anterior per Vendes netes/Vendes netes, i queda de la següent manera:

$$\text{Ràtio de RE descomposta} = \frac{\text{BAII corregit}}{\text{Actiu total promig corregit}} \times \frac{\text{Vendes netes}}{\text{Vendes netes}}$$

Si a continuació es varia l'ordre dels factors sense alterar evidentment el producte, el resultat serà el següent:

$$\text{Ràtio de RE descomposta} = \underbrace{\frac{\text{BAII corregit}}{\text{Vendes netes}}}_{\text{Marge de beneficis}} \times \underbrace{\frac{\text{Vendes netes}}{\text{Actiu total promig corregit}}}_{\text{Rotació de l'actiu}}$$

La primera ràtio (marge de benefici) expressa el marge econòmic o percentatge del BAII corregit sobre el volum de vendes netes, és a dir, el benefici econòmic que s'obté per cada unitat de les vendes netes realitzades. És una ràtio il·lustrativa i molt utilitzada perquè és un indicador de la rendibilitat econòmica d'una empresa.

La segona ràtio (rotació del actiu) relaciona les vendes netes realitzades amb l'actiu total promig corregit. Mesura el volum d'activitat desenvolupat per l'empresa, i significa determinar el rendiment obtingut dels actius. És una ràtio molt utilitzada i de significat interessant en l'àmbit econòmic.

Si s'aplica la ràtio de RE descomposta a les xifres del balanç i de el compte de pèrdues i guanys facilitats, s'obté el següent:

$$\text{Ràtio de RE descomposta} = \frac{100}{2.000} \times \frac{2.000}{1.000} = 5\% \times 2 \text{ cops} = 10\%$$

Si la descomposició de la ràtio de RE en els dos components anteriors (marge de benefici i rotació del actiu) és rellevant perquè facilita informació més útil que la ràtio de RE sense descompondre, la utilitat de la informació econòmica augmentarà si cadascuna de les dues ràtios desglossades es divideix a la vegada detalladament en altres components. És allò que denominem una piràmide de ràtios, ja que d'aquesta manera és possible realitzar amb profunditat la importància relativa i també l'evolució en el temps de les partides individuals que conformen les diferents partides que s'integren dins del càlcul de la RE.

3. La rendibilitat financera (RF)

El factor que més interessa als propietaris d'una empresa (siguin accionistes, socis o tinguin alguna participació) és, entre d'altres, el resultat net obtingut o benefici després d'impostos (BDI), en el cas d'obtenir guanys, que és la xifra que, en el cas que la junta general d'accionistes ho aprovi, es pot repartir en dividend sense descapitalitzar l'empresa.

La rendibilitat financera (RF) coneguda amb l'acrònim anglès ROE (*return on equity* o rendibilitat dels fons propis) pretén calcular la rendibilitat dels fons propis o fons de finançament pròpies aportades pels accionistes.

Igual que succeïa amb la rendibilitat econòmica (RE) tampoc hi ha unanimitat entre els analistes i experts en anàlisi d'estats financers pel que fa a les partides que s'han d'emprar per calcular-la, que normalment es determina mitjançant l'aplicació de ràtios expressats en percentatge.

Les opinions més habituals sobre la seva determinació identifiquen com a benefici financer (numerador) i com a fons propis (denominador) els conceptes següents:

- Com a benefici financer o numerador de la ràtio:
 - Benefici després de partides extraordinàries i abans d'impostos.
 - Benefici net o benefici després d'impostos (BDI).
 - Benefici net o benefici després d'impostos sense incloure les partides extraordinàries i el seu efecte impositiu.
 - Benefici net o després d'impostos (BDI) menys dividends preferents.
 - Benefici de l'exercici més despeses financeres menys l'estalvi d'impostos de les despeses financeres menys partides extraordinàries.

- Com a fons propis o denominador de la ràtio:
 - Fons propis.
 - Fons propis mitjans.
 - Capital en accions ordinàries mitjà.
 - Fons propis més deutes a llarg termini mitjans.

Segons el meu criteri alguns dels elements utilitzats prèviament per determinar la citada ràtio no són acceptables perquè no condueixen objectivament a determinar la rendibilitat financera. Evidentment queda fora de l'abast d'aquest article entrar en detall, amb profunditat d'aquest punt.

La ràtio de rendibilitat financera (RF) que serà objecte d'estudi i comentarís és la següent:

$$\text{Ràtio de RF} = \frac{\text{Benefici net corregit o BDI corregit}}{\text{Fons propis mitjans corregits}}$$

Si ho apliquem a l'exemple facilitat obtenim:

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

Igual que en la ràtio de RE el més positiu per als accionistes d'una empresa és que la ràtio de RF sigui la més elevada possible.

És convenient remarcar tres aspectes rellevants en relació a la ràtio que hem proposat, a saber:

1. El seu càlcul es basa en l'aplicació del principi del preu d'adquisició (cost històric) per a la valoració dels fons propis mitjans corregits reflectits en el denominador i també per al càlcul del BDI corregit i reflectit en el numerador. No cal dir que en cas d'emprar el valor raonable o qualsevol altre mètode de valoració en lloc del preu d'adquisició, tant les xifres del numerador com les del denominador de la ràtio serien diferents, així doncs el resultat també ho seria.
2. Els fons propis mitjans corregits del denominador de la ràtio no haurien d'incloure l'import del benefici o pèrdua del exercici actual. L'argument és que a l'inici del exercici objecte d'anàlisi existeixen uns fons propis que són els que l'empresa posa en gestió per generar el resultat de l'exercici, un resultat que es va generant durant tot l'exercici. En conseqüència, entenc que la xifra del BDI corregit que apareix en el numerador de la ràtio no s'hauria d'incloure també en el denominador, ja que si ho fem, computem dues vegades en el seu càlcul.
3. La inclusió de les partides extraordinàries dins del càlcul del BDI corregit. El benefici net corregit o BDI corregit inclou tots els resultats de l'empresa, siguin d'explotació o de la seva activitat principal o ordinària, atípics i extraordinaris, per tant, en aquest punt no hi pot haver cap discussió.

Un altre tema és conèixer la «qualitat» o composició del benefici net corregit. Però això és quelcom totalment diferent. És per aquest motiu que en el cas que existeixin partides extraordinàries i si tenen una importància relativa significativa, alguns analistes calculen encertadament dues ràtios de RF: la primera sense incloure les partides extraordinàries, tot i que es té en compte el seu efecte fiscal, evidentment; i la segona, que inclou tots els resultats de l'empresa, sense distingir-ne la naturalesa. La seva manera de procedir és lògica perquè proporciona informació útil als usuaris d'informació financera.

Igual que la ràtio de RE, la ràtio de RF també es pot descompondre, a base de multiplicadors, amb l'objectiu de proporcionar informació útil i àmplia per prendre decisions econòmiques. El problema és que aquesta descomposició es pot fer si apliquem diferents multiplicadors, i així donem lloc a resultats i interpretacions diferents segons els multiplicadors aplicats.

Als efectes que aquí interessa, per al desglossament o descomposició de la RF aplicarem el denominat mètode Parés, nom que es deriva del seu autor (Parés A: 1979: 3-20), que la descompon tot aplicant la lògica de l'estructura del compte de pèrdues i guanys, com es pot veure a continuació:

$$\text{Ràtio de RF descomposta} = \frac{\text{BDI}}{\text{Fons propis}} \times \frac{\text{Vendes netes}}{\text{Vendes netes}} \times \frac{\text{Actiu total}}{\text{Actiu total}} \times \frac{\text{BAII}}{\text{BAII}} \times \frac{\text{BAI}}{\text{BAI}}$$

Si canviem l'ordre dels factors sense alterar el producte, evidentment, el resultat serà el següent:

$$\text{Ràtio de RF descomposta} = \underbrace{\frac{\text{BAI}}{\text{Vendes netes}}}_{\text{Marges de benefici}} \times \underbrace{\frac{\text{Vendes netes}}{\text{Actiu total}}}_{\text{Rotació del actiu}} \times \underbrace{\frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} \times \frac{\text{Actiu total}}{\text{Fons propis}}}_{\text{Palanquejament financer}} \times \underbrace{\frac{\text{BDI}}{\text{BAI}}}_{\text{Efecte fiscal}}$$

Segons la descomposició de la ràtio de rendibilitat financera anterior, descomposició que segons el meu parer és molt lògica i completa, la rendibilitat financera (RF) d'una empresa depèn:

- Del marge de benefici
- De la rotació de l'actiu

- Del palanquejament financer
- De l'efecte fiscal

Els dos primers factors de la descomposició de la ràtio de RF anterior, el marge de benefici i la rotació de l'actiu, són el resultat de la descomposició de la ràtio de rendibilitat econòmica (RE) analitzada prèviament, i d'això es dedueix que la RF d'una empresa depèn, en part, de la seva RE.

El quart factor de la descomposició de la ràtio de RF, el denominat efecte fiscal, és fàcil d'entendre. En efecte, segons mostra el compte de pèrdues i guanys analitzat, existeixen unes despeses financeres (interessos explícits dels deutes a llarg termini de 200 euros) de 12 euros, despeses financeres que, d'acord amb la legislació fiscal espanyola vigent, són fiscalment deduïbles en la base imposable de l'impost sobre societats. Aquesta despesa financera representa un interès brut del 6% sobre la quantia dels deutes a llarg termini (aquests deutes han existit durant tot l'exercici i han meritat interessos durant el mateix exercici perquè es tracta de deutes a llarg termini amb dos anys de carència quant a la seva amortització).

Si l'empresa descrita no tingués deutes a llarg termini no existirien despeses financeres per interessos, llavors el seu compte de pèrdues i guanys seria de la manera següent:

	Euros
+ Ingressos d'exploració (vendes netes)	2.000,00
– Despeses d'exploració	–1.900,00
= Benefici brut d'exploració o benefici abans d'interessos i impostos (BAII)	<u>100,00</u>
– Despeses financeres (interessos)	–
= Benefici abans d'impostos (BAI) i de partides extraordinàries	<u>100,00</u>
+ Ingressos extraordinàries (venda d'immobles)	30,00
= Benefici després de partides extraordinàries i abans d'impostos	<u>130,00</u>
– Impost sobre beneficis (35%)	–45,50
= Benefici net o benefici després d'impostos (BDI)	<u><u>84,50</u></u>

Si comparem l'efecte de l'existència o no existència de deute amb despesa financera explícita, apareix la diferència següent:

	Euros
+ Benefici net o BDI (assignable als propietaris)	<u>76,70</u>
+ Despeses financeres (assignables als creditors)	12,00
= Benefici total de l'empresa assignable als propietaris (fons propis) i a tercers que han prestat recursos	<u>88,70</u>
– Benefici net o BDI si no existissin despeses financeres	<u>84,50</u>
= Diferència (estalvi fiscal)	<u><u>4,20</u></u>

La diferència anterior constitueix l'estalvi fiscal derivat del fet que les despeses financeres són fiscalment deduïbles en la declaració de l'impost sobre societats, conforme es pot calcular directament com segueix:

Despeses financeres (12) (35% de l'impost sobre societats = 4,2 euros)

4. El palanquejament financer (AF)

El concepte «palanquejament financer» té accepcions diferents segons l'objectiu que ens proposem aconseguir. Així, una interpretació molt estesa és que palanquejament financer significa el nivell d'endeutament d'una empresa, de tal manera que estar palanquejat s'entén que vol dir estar endeutat.

No obstant, l'accepció que s'accepta més generalment és aquella que el relaciona amb l'efecte o incidència que l'endeutament provoca en la rendibilitat financera (RF). Evidentment, el palanquejament pot ser positiu, negatiu o neutre. Seguidament en veurem el significat amb un petit exemple.

Seguim amb la mateixa empresa, les dades de la qual s'han facilitat anteriorment, a saber, el balanç a 31 de desembre de 2003 i les dades bàsiques del compte de pèrdues i guanys de l'exercici 2003 que interes-

	Euros
+ Ingressos d'exploració (vendes netes)	2.000,00
– Despeses d'exploració	–1.900,00
= Benefici brut d'exploració o benefici abans d'interessos i impostos (BAII)	<u>100</u>

Actiu	Passiu
AF 600	FP 500
AC 400	EL 200
1.000	EC 300
	1.000

Imaginem que el tipus d'interès brut anual del finançament obtingut de creditors a llarg termini, amb interès explícit, és del 10% i el percentatge de l'impost sobre societats és del 35%.

La Taula 1 evidencia l'efecte que té en la RF un endeutament més gran de l'empresa, l'efecte palanquejament financer.

En efecte, el nivell 1 en la primera fila representa una situació de 700 euros de fons propis sense endeutament (en tots els nivells s'ha mantingut l'existència de creditors o exigible a curt termini sense despesa financera explícita de 300 euros). El benefici net o BDI de 65 euros s'assigna únicament als accionistes, que han aportat uns fons propis de 700 euros, mentre que la RF és del 10,24%.

Taula 1: Nivells d'endeutament de l'empresa i el seu efecte sobre la rendibilitat financera

Nivells d'endeutament de l'empresa i el seu efecte sobre la rendibilitat financera							
Nivell	Fons propis (FP)	Deute amb despesa financera explícita	Despesa financera	Beneficis abans d'impostos (BAI)	Impost sobre beneficis	Benefici net o benefici després d'impostos (BDI)	Rendibilitat financera (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%

En el nivell 2 o segona fila l'estructura del finançament del passiu ha canviat radicalment; hi ha uns fons propis de 500 euros i uns deutes amb despesa financera explícita de 200. Si deduïm aquest import de 20 euros del BAI de 100 queda un benefici abans d'impostos (BAI) de 80 euros, del qual si en restem la despesa de l'impost sobre beneficis queda un BDI de 52 euros, i la RF en aquest cas és de 11,61%. L'efecte d'haver disminuït els fons propis i d'haver augmentat els deutes (amb despesa financera explícita) en 200 euros ha significat que la RF ha augmentat del 10,24% al 11,61%, és a dir, un increment percentual del 1,37%. Aquest increment a la RF és degut a l'efecte del palanquejament financer.

En el nivell 10 del quadre anterior els fons propis ascendeixen únicament a 100 euros, mentre que el deute en despesa financera explícita és de 600 euros. En aquest cas la RF arriba a la quantia de 35,14%, que és la xifra màxima del quadre.

La Taula 1 mostra que a mesura que disminueix la quantia dels fons propis (comencen amb 700 euros i disminueixen fins a 100) i augmenta l'endeutament de l'empresa (de zero a 600) augmenta la RF que passa del 10,24% al 35,14% en el nivell màxim de l'endeutament.

És clar que el nivell 10, que és el de màxim endeutament (deute amb despesa financera explícita de 600) és molt difícil que es doni a la

vida real, ja que cap entitat creditícia estaria disposada a finançar un volum de crèdit com aquest i córrer amb el risc elevat pertinent si l'empresa té únicament uns fons propis de 100 euros. A l'actualitat, els departaments de risc de les entitats creditícies vetllen pel bon negoci de l'entitat i evidentment no aprovarien mai una operació d'aquestes característiques.

L'altre cara de la moneda és l'empresa. La pregunta lògica és: Quin és el nivell màxim d'endeutament que pot assumir? La resposta a aquesta pregunta no és fàcil de respondre perquè les circumstàncies específiques de cada empresa són diferents. No obstant, financerament parlant, la resposta no és tan complicada. El nivell màxim d'endeutament d'una empresa ve condicionat per:

1. L'import que pot retornar. És evident que els administradors d'una empresa no sol·licitaran sensatament unes quanties de crèdits o de préstecs que després l'empresa no pugui tornar. Si ho fes, en el supòsit que poguessin obtenir-los, equivaldria a una «fugida cap endavant» amb un futur incert que, probablement, no conduiria a bon port. En conseqüència, la quantia màxima de l'endeutament hauria de ser aquell import que l'empresa pot retornar tenint en compte que per calcular-lo s'han d'adoptar les cauteles i precaucions necessàries en el pressupost que es faci dels ingressos i despeses futurs, perquè el risc sempre existeix.

En efecte, l'estímul de millorar la rendibilitat financera (RF) d'una empresa, és a dir, la rendibilitat dels accionistes, no ha de caure a la temptació d'assumir uns riscos innecessaris i elevats que en el futur només faran que portar problemes. És ben conegut que empreses que tenien una bona rendibilitat i de les quals s'augurava un futur magnífic van caure com un castell de cartes quan es van endeutar excessivament perquè tenien un creixement fora de les seves possibilitats i, tot i la seva rendibilitat, la manca de gestió adequada en el nivell de l'endeutament i també l'agressivitat dels seus dirigents que volien menjar-se el món les van conduir al desastre.

Fins i tot les empreses més prudentes i gestionades de manera conservadora poden patir situacions desagradables motivades per la pèrdua d'un client important, que els clients no paguin per suspensions de pagaments i fallides, el deteriorament general de l'economia o de la condició general del país i moltes més situacions que es donen a la vida real.

Per tant, la decisió del nivell d'endeutament en el qual a d'incórrer una empresa és un apartat de vital importància el qual s'ha de prestar l'atenció necessària.

2. Si el palanquejament financer és positiu o neutre. El palanquejament financer és positiu quan l'ús o l'augment en el nivell d'endeutament augmenta la rendibilitat financera (RF) de l'empresa. És neutre o indiferent quan l'ús o l'augment en el nivell d'endeutament no altera la RF i, òbviament, és negatiu quan l'ús o l'augment d'endeutament no és convenient per a l'empresa, i això significa que en aquest cas no interessa perquè no afegeix res positiu a l'empresa sinó negatiu.

Un aspecte addicional als que ja s'han comentat fins ara té a veure amb la disminució dels fons propis. En la hipòtesi de treball del quadre anterior els fons propis disminueixen de 700 a 100 euros. Aquesta reducció es pot fer per la disminució del capital social, pel repartiment o distribució de les reserves i també del benefici de l'exercici.

La disminució del capital social, es faci en la forma que es faci, pot presentar problemes legals perquè certs creditors poden oposar-se si estimen –i evidentment tenen raons de sobres– que amb aquesta disminució es redueixen les garanties de l'empresa, la qual cosa pot eliminar la possibilitat de realització. De cara als accionistes, i per a que la disminució sigui molt atractiva, en els últims temps algunes empreses han reduït el seu capital social mitjançant la devolució de diners, procediment equivalent en realitat a un repartiment de beneficis amb l'avantatge addicional de la seva exempció fiscal, a diferència dels dividendes que sí tributen.

El repartiment o distribució de reserves o del benefici del exercici no té els problemes indicats anteriorment, si bé la seva execució i l'augment de l'endeutament deixa a l'empresa en una situació més dèbil que abans per poder fer front a eventualitats que no estaven previstes i que poden portar grans problemes.

Una anàlisi detallada del quadre anterior mostra els factors que incideixen en el palanquejament financer, que són els tres següents (en termes molt sintètics):

1. La quantia del benefici brut d'explotació o benefici abans d'interessos i impostos (BAII). És evident que si el BAII disminueix o

bé és negatiu per l'existència de pèrdues o benefici, és possible o segur que no interressi augmentar l'endeutament, en especial si té un deute financer explícit.

2. El efecte de les despeses financeres (interessos). Si el tipus d'interès anual augmenta o disminueix es dona per suposat que aquest fet tindrà la seva corresponent incidència en el palanquejament financer. A mesura que s'incrementen les despeses financeres meritades pels deutes contrets és més difícil que les empreses es pugin palanquejar financerament ja que en emprar en la fórmula del seu càlcul el BAI (benefici abans d'impostos) en el qual les despeses financeres ja s'han considerat, la incidència d'un augment o disminució en aquest benefici és palpable.
3. El nivell d'endeutament de l'empresa. És un factor essencial ja que com més gran és l'endeutament hi hauran despeses financeres més grans amb l'efecte corresponent en el benefici net o benefici després d'impostos (BDI).

Existeixen diverses maneres de calcular el palanquejament financer (en l'anàlisi d'estats financers hi ha formes diferents per analitzar molts aspectes que tracta aquesta disciplina, senyal inequívoca de que diversos temes s'han estudiat i analitzat sota diferents perspectives). Les més habituals són les següents:

- 1.^a La derivada de la fórmula Parés, prèviament indicada, a saber:

$$\frac{\text{BAI}}{\text{BAII}} \times \frac{\text{Actiu total}}{\text{Fons propis}}$$

Si el producte de les dues ràtios anteriors és

- > 1: L'endeutament augmenta la RF i, per tant, és convenient.
- < 1: L'endeutament no augmenta la RF i, per tant, no és convenient.
- = 1: L'endeutament és indiferent i, per tant, no altera la RF.

- 2.^a Comparem la ràtio de RE amb la ràtio de RF. Si la ràtio de RF > RE, l'empresa té un palanquejament financer positiu. Els autors que apliquen aquesta fórmula empen la següent ràtio de RE:

$$\text{Ràtio de RE} = \frac{\text{Benefici net + Despeses financeres netes d'impostos}}{\text{Fons propis + Exigible amb despesa financera explícita (remunerable)}}$$

Si la divisió és > 1 : L'ús de l'endeutament és convenient.

Si la divisió és < 1 : L'ús de l'endeutament no és convenient.

Si la divisió és $= 1$: L'ús de l'endeutament no altera la rendibilitat.

3.^a Comparem la ràtio de RE $>$ Cost del deute (Palanquejament financer positiu). Aquesta comparació, que és molt lògica per als autors que la proposen i que la descomponen matemàticament en els seus components, evidencia el següent:

- En una empresa sense endeutament (tot ho finança amb fons propis) la seva RF dependrà exclusivament de la RE (rendibilitat dels actius utilitzats) i de la càrrega de l'impost sobre societats.
- Al contrari, en una empresa que té endeutament (s'entén sempre que aquest esmentat endeutament té una despesa financera explícita), la RF dependrà a més, de si la despesa financera supera o no la RE i de la proporció entre exigible o deute i els fons propis.
- D'això es dedueix directament que l'endeutament serà positiu o convenient per a la RF quan el seu cost sigui inferior a las RE.

5. Conclusions

El palanquejament financer, juntament amb el marge de benefici, la rotació de l'actiu i l'efecte fiscal, és un dels components de la rendibilitat financera (rendibilitat dels accionistes). En conseqüència, si s'actua correctament sobre el palanquejament financer, es pot aconseguir un augment de la rendibilitat financera.

El palanquejament financer és convenient per a una empresa quan el seu endeutament actual o un increment d'aquest deute augmenti la rendibilitat financera, no convé si no l'augmenta i és neutre si l'ús de l'endeutament no l'altera.

El factor risc que acompanya sempre a un cert nivell d'endeutament s'ha de controlar per tal d'evitar en un futur no poder reemborsar els deutes que s'han acumulat.

Bibliografia

- AMAT, O. (1994) «Anàlisi d'estats financers: fonaments i aplicacions», Gestió 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*, febrer, 37.
- GOXENS, M.A. i GAY, J.M. (2000) «Análisis de estados contables», Prentice Hall.
- LEFEBVRE, F. (2004) «Memento práctico contable», Francis Lefebvre.
- PARÈS, A. (1979) «Rentabilidad y endeudamiento en el análisis financiero y la planificación empresarial», *Moneda y Crédito*, diciembre, 151.
- RODRÍGUEZ, L. i 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.

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció

Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya
Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona
Tel. 93 416 16 04 extensió 2019

info@accid.org - www.accid.org- @Associacio ACCID