

---

## **SUMARIO**

- I. El análisis de los Estados Financieros
- II. Análisis de la estructura patrimonial
- III. Análisis de la liquidez y solvencia
- IV. El fondo de maniobra. El capital de trabajo y la situación de tesorería
- V. Los fondos generados por las operaciones. El cash-flow. La autofinanciación
- VI. Estado de origen y aplicación de fondos. Cuadro de financiamiento
- VII. Análisis del resultado económico de las operaciones

---

## I. EL ANALISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

### 1. INTRODUCCION

Se trata de un proceso de reflexión con el fin de evaluar la situación financiera actual y pasada de la empresa, así como los resultados de sus operaciones, con el objetivo básico de determinar, del mejor modo posible, una estimación sobre la situación y los resultados futuros.

El proceso de análisis consiste en la aplicación de un conjunto de técnicas e instrumentos analíticos a los estados financieros para deducir una serie de medidas y relaciones que son significativas y útiles para la toma de decisiones. En consecuencia, la función esencial del análisis de los estados financieros, es convertir los datos en información útil, razón por la que el análisis de los estados financieros debe ser básicamente decisional. De acuerdo con esta perspectiva, a lo largo del desarrollo de un análisis financiero, los objetivos perseguidos deben traducirse en una serie de preguntas concretas que deberán encontrar una respuesta adecuada.

Por ejemplo: El posible inversor en una empresa probablemente se planteará las siguientes preguntas:

- ¿Cuál ha sido la evolución de los resultados de la empresa?
- ¿Cuáles son las perspectivas futuras de su evolución?
- La tendencia de los beneficios supone crecimiento, estabilidad o declive?. ¿Existe alguna variabilidad o tendencia significativa?
- ¿Cuál es la posición financiera a corto plazo?. ¿Qué factores probablemente le afectarán en el próximo futuro?
- ¿Cuál es la estructura de capital de la empresa?. Qué riesgos y ventajas supone para el inversor?
- ¿Qué indica la comparación de los puntos anteriores con las demás empresas del sector?

En el caso de un banquero que juzgue a la empresa para decidir la concesión de un préstamo a corto plazo, puede añadir las siguientes cuestiones:

- ¿Cuáles son los motivos básicos de la necesidad de fondos de la empresa?. ¿Son realmente necesidades a corto plazo, y si así es, desaparecerán, por sí mismas?.
- ¿A partir de qué fuentes podrá la empresa obtener los fondos necesarios para el pago de los intereses y la devolución del principal?
- ¿Cómo ha manejado en el pasado la dirección sus necesidades a corto y largo plazo?

---

La dirección de la propia empresa añadirá preguntas relativas al control sobre la marcha de la misma.

Un paso muy importante, en cualquier proceso de toma de decisiones, es identificar las preguntas más significativas, pertinentes y críticas que afectan a la decisión. Pues bien, en función de estas cuestiones podremos plantearnos la mejor manera de enfocar el análisis de los estados financieros.

## 2. AREAS PRINCIPALES DE INTERES EN EL ANALISIS FINANCIERO

Tal como veremos a continuación, el análisis de los estados financieros debe examinar diversos aspectos importantes de la situación financiera de una empresa, así como de los resultados de sus operaciones. Para organizar de algún modo este análisis, podemos señalar cinco áreas principales de interés:

- 2.1. La estructura patrimonial de la empresa
- 2.2. El fondo de maniobra y la liquidez a corto plazo
- 2.3. El flujo de fondos
- 2.4. El resultado económico de las operaciones
- 2.5. Rendimiento y rentabilidad

## 2. TECNICAS DE ANALISIS

Las técnicas mas utilizadas en el análisis de los estados financieros son las siguientes:

- a) **Comparación:** Consiste en determinar las analogías y diferencias existentes entre las distintas magnitudes que contiene un balance y demás estados contables, con el objeto de ponderar su cuantía en función de valores absolutos y relativos para diagnosticar las mutaciones y variaciones habidas.

La comparación de partidas entre diferentes balances transforma en dinámicos los elementos estáticos contenidos en ellos, los cuales expresan únicamente la situación en un momento dado.

Una cuenta cualquiera puede medirse comparándola:

- Con el importe total del Activo, del Pasivo o de los Resultados
- Con el total del grupo o masa patrimonial a que corresponda
- Con la misma cuenta de un balance anterior o posterior
- Con otros epígrafes con los que tenga cierta relación y que convenga analizar
- Con otras empresas o estándares de referencia.

- 
- b) Porcentajes (análisis estructural):** Disponiéndoles verticalmente se puede apreciar con facilidad la composición relativa de activo, pasivo y resultados. Tiene una significación extraordinaria en el análisis de balances, pero con todo ello, no debemos prescindir de los valores absolutos, cuyo estudio es necesario para ponderar mejor las oscilaciones de los porcentajes; éstos pueden variar en un sentido y los totales en otro.

La importancia de los porcentajes aumenta cuando se dispone de tantos por ciento tipo para cada actividad, con los cuales se puede comparar los datos de la empresa en cuestión, estudiando la estructura de su patrimonio y resultados. Así se descubren fácilmente los puntos adversos causantes de resultados desfavorables.

- c) Números índices:** Consiste en estudiar la tendencia de cada grupo de cuentas o de éstas entre sí, tomando como base un ejercicio normal, o sea, que no presente grades variaciones, y, si ello no es posible, se elige como número base inicial de comparación el promedio ponderado de una serie de años. La cifra base inicial de comparación se hace, por lo general, igual a 100 y, el resto de los números, en tantos por ciento del primero, con lo que se facilita una rápida visión de conjunto de los aumentos y disminuciones correspondientes. Tiene especial aplicación para dar a conocer las tendencias.
- d) Representación gráfica:** Consiste en mostrar los datos contables mediante superficies u otras dimensiones conforme a ciertas normas diagrámicas y según se refiera al análisis estructural o dimensional de la empresa. Se utiliza para hacer resaltar determinadas relaciones o interpretaciones.
- e) Ratios:** Consiste en relacionar diferentes elementos o magnitudes que puedan tener una especial significación.

El ratio es una relación significativa del valor de dos elementos característicos de la gestión o de la explotación de la empresa. Los ratios son, en muchos casos, números relevantes, proporcionales, que informan sobre la economía y marcha de la empresa.

Lo que en definitiva se busca mediante el cálculo de ratios financieros, según Dalsace; “es conocer de forma sencilla, a partir del balance, el comportamiento futuro de la empresa, cuyo comportamiento se escalona en el tiempo, de ahí su carácter fundamentalmente cinético, siendo pues, necesario hacer intervenir factores cinéticos, o sea, ajenos al balance, y, sobre todo, de las cuentas de resultados”.

Los ratios deben utilizarse con prudencia y ordenadamente como una primera aproximación del análisis. Han de ser sustanciales y significativos. A tal efecto, G. Angenieux dice que deben ser:

- Sencillos, ya que si no, son difícilmente utilizables
- Racionales. Debe haber una relación de causa efecto entre los dos términos de la relación, ya que evidentemente sería posible establecer infinidad de ratios gracias a múltiples combinaciones de las partidas del balance, de los documentos anejos o de las estadísticas de la empresa.
- Poco numerosos; sobre todo si están destinados a la dirección de la empresa.

---

Los ratios se pueden clasificar:

- Por su origen: Internos y externos
- Por la unidad de medida: De valor y de cantidad
- Por su relación: Estáticos, dinámicos y mixtos
- Por su objeto: De estructura financiera, de estructura de capital; de liquidez y solvencia, de actividad comercial y de rendimiento económico

Los ratios internos, también denominados de intraempresa, son los que se refieren a la propia empresa, pero calculados con relación a períodos distintos. Los externos o de interempresa son los que pertenecen a empresas del mismo sector económico.

La interpretación de los ratios no se puede hacer de forma mecánica. Un ratio por sí solo carece de significado, adquiere su máxima validez cuando se le compara con un estándar interno o externo. Los primeros se obtienen de los datos reales convenientemente corregidos y ajustados. Los externos son los que corresponden otras organizaciones análogas y con situación parecida. Ante la dificultad de hallar varias empresas que puedan compararse en el plano técnico-comercial, se impone elaborar patrones o muestras por cada grupo de ratios que posibiliten caracterizar las diferencias de organización y gestión .

La comparación interempresa deberá hacerse con el mayor número posible de empresas, aunque con las lógicas reservas, dado que pueden existir diferencias en las técnicas contables aplicadas. En todo caso, procede emplear ratios-tipo que son los correspondientes a las empresas que presentan situaciones determinadas y consideradas como mejor dirigidas. Los ratios piloto pueden ser sustituidos por un ratio-medio que exprese la situación de aquellas empresas que presentan situaciones semejantes. Para su determinación puede utilizarse la media aritmética o mejor la mediana, para evitar una nivelación arbitraria.

Se denominan ratios de valor o de cantidad, según se refieran a unidades económicas (monetarias) o a unidades técnicas (físicas). A ser posible es preferible utilizar ratios de cantidad ya que los datos que se obtengan serán mas reales.

Atendiendo a las relaciones de elementos o magnitudes que pueden establecerse, se llaman ráticos estáticos cuando se derivan del análisis del balance y son dinámicos los que se derivan del análisis de las cuentas de resultados. Son mixtos cuando se comparan datos tomados del balance y de la cuenta de resultados.

En cuanto su objeto, se deben emplear los ratios necesarios para analizar la gestión comercial, financiera, de inversión y rentabilidad, seleccionando los que tienen influencia decisiva en el control de gestión y de forma que no estén influenciados por fluctuaciones monetarias o por cualquier otra variación que pueda desvirtuar su realidad, precisando, en su caso, los factores que han podido influir y en qué medida afecta esta influencia, ya que la validez de un enunciado de ratios depende, sobre todo, de que tanto la base cuantitativa como el intervalo de tiempo elegido sean reales.

---

La información así obtenida forma parte del “tableau de bord” o cuadro de mando de la empresa y permite apreciar:

- La política seguida
- Las previsiones a efectuar
- La toma de decisiones

Las cinco técnicas de análisis indicadas, lejos de excluirse entre sí, se complementan. De ahí que su uso, convenientemente correlacionado, puede ser de la mayor importancia en la práctica del análisis.

## 4. ESTADOS FINANCIEROS

El análisis financiero consiste en un estudio detallado del Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

### 4.1. BALANCE DE SITUACION

Se puede definir como un estado que refleja la situación patrimonial de la empresa en un momento determinado, en la medida en que dicha situación se pueda expresar en términos monetarios. Tiene carácter estático, ya que es un resumen de la situación de la empresa en un momento dado.

El Balance de Situación está compuesto por:

#### A) ACTIVO:

Al conjunto de bienes y derechos se le conoce con el nombre de Activo. Representa la estructura económica. Se puede dividir en dos grandes masas patrimoniales:

1. **Activo fijo:** También llamado **inmovilizado**. Está compuesto por elementos cuya conversión plena en liquidez requiere más de un año. Son inversiones de carácter permanente en la empresa y consideradas necesarias para el cumplimiento de sus fines.

Cabe distinguir cuatro tipos de inmovilizado:

- **Inmovilizado material:** Bienes de naturaleza tangible como Terrenos, Edificaciones, Maquinaria, Instalaciones, Utillaje, Mobiliario, Vehículos de transporte, Equipos para proceso de información, ....
- **Inmovilizado inmaterial:** Elementos patrimoniales intangibles como, Fondo de comercio, Aplicaciones informáticas, Derechos de traspaso, Concesiones administrativas, Derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero, ....
- **Gastos amortizables:** Tales como, Gastos de constitución, Gastos de primer establecimiento, Gastos de ampliación de capital.

- 
- **Inmovilizado financiero:** Inversiones financieras permanentes cualquiera que sea su forma de instrumentación, con vencimiento superior a un año: Participación en el capital de otras empresas, Valores de renta fija; Créditos concedidos a largo plazo, Imposiciones a largo plazo.

2. **Activo circulante:** Integrado por elementos patrimoniales activos (bienes y derechos frente a terceros) que tienen la característica de ser dinero o convertirse en dinero, por operaciones normales de la empresa, en un plazo no superior a un año.

Atendiendo al grado de disponibilidad, se pueden distinguir tres tipos de activo circulante:

- **EXISTENCIAS:** Bienes adquiridos o elaborados por la empresa destinados a su venta o transformación en productos terminados, entre los que se citan: Mercaderías, Materias primas, Productos terminados, Envases, Embalajes, etc.
- **REALIZABLE:** Derechos de cobro susceptibles de ser transformados en efectivo dentro de un ejercicio económico, tales como Clientes, Efectos comerciales a cobrar, Pagos anticipados, Inversiones financieras temporales (a corto plazo), Créditos concedidos a terceros, Efectos comerciales descontados pendientes de vencimiento, ....
- **DISPONIBLE:** Elementos de activo mas líquido de que dispone la empresa: Depósitos en entidades bancarias a la vista y efectivo en caja.

## B) PASIVO

Representa la estructura financiera. Podemos definir el pasivo del balance como el conjunto de recursos financieros de que dispone la empresa. Parte de él expresa el conjunto de obligaciones que la empresa tiene contraídas con terceros en un momento dado.

Clasificación:

### 1. PASIVO FIJO

Comprende las deudas a largo plazo y el no exigible.

- **EXIGIBLE A LARGO PLAZO:** Deudas de la empresa cuyo plazo de pago es superior a un año, tales como, Préstamos, Proveedores de inmovilizado, Efectos a pagar a largo plazo, Obligaciones y Bonos, Fianzas y Depósitos recibidos a largo plazo, ...
- **NO EXIGIBLE:** Son los conocidos como **recursos permanentes propios**. Proviene de aportaciones de los socios a capital y los generados por la propia empresa, tales como Reservas y Resultados no distribuidos.

---

## **2. PASIVO CIRCULANTE:**

**Es el exigible a corto plazo.** Está integrado por deudas de la empresa con vencimiento no superior a un año. Proveedores, Acreedores, Efectos comerciales a pagar, Préstamos a corto plazo, Organismos oficiales (Hª Pública, Tesorería de la S.S.), Deudas por efectos descontados, ....

### **4.2 CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS**

Según el P.G.C., la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, comprende, con la debida separación, los ingresos y los gastos del ejercicio, y por diferencia, el resultado del mismo.

A diferencia del Balance de Situación (información estática), la Cuenta de Pérdidas y Ganancias informa de los ingresos y gastos de un período determinado de tiempo. Es el nexo de unión entre dos balances. El inicial, que informa de la situación patrimonial de la empresa al inicio del período, y el final, que refleja la situación al final del mismo.

---

## II. ANALISIS DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL

### 1. FINALIDAD

El análisis de la estructura financiera de la empresa consiste en investigar si las relaciones cuantitativas de las masas patrimoniales activas y pasivas del balance presentan o no posición de equilibrio financiero.

El análisis consiste en un estudio de:

- **La estructura** que presentan los grandes grupos que componen el activo y el pasivo.
- **De su evolución** a lo largo de los últimos períodos.
- **De las relaciones** que mantienen entre sí (equilibrio o solidez).

Los objetivos perseguidos en este estudio son:

- a) Conocer y situar a la empresa, a través de un determinado tipo de estructura, tanto por lo que se refiere a los recursos empleados como a las fuentes de financiación.
- b) Conocer la evolución reciente de dicha estructura.
- c) Determinar su grado de equilibrio.
- d) Determinar la capacidad de endeudamiento.
- e) Evaluar la capacidad de expansión de la empresa.

### 2. ESTRUCTURA DEL ACTIVO

El análisis de la estructura del activo nos indicará el grado de inmovilización de los recursos que necesita la empresa, según sea el peso relativo de los dos grandes grupos, fijo y circulante, y de la composición de éstos.

En las empresas eléctricas, las de navegación, las telefónicas, etc., así como las industrias en general, la inversión en inmovilizaciones técnicas es más importante que en las empresas comerciales, en las que los activos circulantes suelen ser superiores a los activos fijos.

El análisis se realiza mediante el cálculo de porcentajes que cada grupo representa con respecto al total del activo. De esta forma conocemos, además del valor absoluto, la importancia relativa de cada masa. Pero el mayor interés radica en el análisis dinámico u horizontal, obtenido a base de series de balances, caso de disponer de datos correspondientes a varios ejercicios.

---

Los ratios utilizados para el análisis de la estructura del activo son:

$$\text{Inmoviliación} = \frac{\text{Activo fijo}}{\text{Activo total}}$$

Tanto el activo fijo como el total se estiman por su valor neto. Este ratio expresa en qué medida la empresa inmoviliza sus capitales. Si crece dentro del mismo capital invertido, significa que el activo circulante ha sido reducido, con o sin acierto, según que suponga mayor o menor rendimiento.

$$\text{Im por tan cia del activo circulante} = \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Activo total}}$$

Mide la relación del circulante con el total de inversiones de la empresa. Varía según la actividad desarrollada. En principio, las que tienen un mayor activo circulante obtienen mayores beneficios, ya que éstos están en relación directa del activo circulante o de éste multiplicado por la velocidad de giro e inversión del activo fijo. En consecuencia, cuanto mayor sea este ratio tanto mejor.

$$\text{Amortización} = \frac{\text{Amortizaciones acumuladas}}{\text{Coste Activo fijo}}$$

Procede hallar el ratio correspondiente a cada tipo de inmovilizado (material, inmaterial, gastos amortizables). En su interpretación habrá que tener en cuenta el número de años que tiene de existencia. Un ratio alto revela una política de amortizaciones acertada con todas las ventajas que ello reporta.

### **3. ESTRUCTURA DEL PASIVO Y CAPITAL**

Los ratios de la estructura del pasivo ponen en evidencia la naturaleza de los recursos de que dispone la empresa. Expresan su endeudamiento.

La estructura del endeudamiento de una empresa obedece a ciertas reglas, de tal forma que: si los capitales propios representan mas de dos tercios del total de recursos, la empresa tiene una gran capacidad de endeudamiento; si representan mas de la mitad, todavía puede recurrir a la obtención de préstamos; en cambio, si este ratio es inferior, se encontrará en una situación tal que los eventuales prestamistas serán mas caros y mas exigentes. Estos ratios varían según los sectores y el tamaño de la empresa.

Cuando la empresa carece de recursos propios suficientes para crear, desarrollar o simplemente mantener el negocio objeto de su actividad, necesita recurrir al mercado de capitales al objeto de obtener los fondos de financiamiento necesarios.

La relación que debe existir entre fondos propios y ajenos es difícil de determinar. No existe, en realidad, ninguna obligatoria. Se podría incluso admitir que trabaje solamente con financiación ajena. En realidad, la proporción que debe existir entre ambas clases de financiación vendrá determinada por su incidencia en la rentabilidad. Del estudio de este aspecto del análisis nos ocuparemos mas adelante al tratar el **efecto de apalancamiento financiero**.

Los ratios más esenciales para analizar la estructura del pasivo son los siguientes:

$$\text{Im por tan cia del capital propio} = \frac{\text{Capital propio}}{\text{Capital total}}$$

Los recursos propios se refieren al neto patrimonial. Cuanto mayor sea este ratio, mas estabilidad financiera presentará la empresa. Interesa mantener este ratio lo mas alto posible, puesto que ello indica una fuerte posición económica. Además, revela una garantía de seguridad frente a posibles depresiones económicas y una mayor capacidad de financiación ajena en caso de necesidad.

$$\text{Im por tan cia del capital ajeno} = \frac{\text{Capital ajeno}}{\text{Capital total}}$$

Este ratio, complementario del anterior, mide la importancia de las deudas, las cuales no deben sobrepasar el 50% del capital propio.

Se considera como la regla de oro de la financiación de la empresa, cuando la correlación entre inversiones y financiaciones, ordenadas según su grado decreciente de liquidez y exigibilidad, respectivamente, se ajusta al siguiente esquema:

INVERSIONES		FINANCIACIONES
Activo circulante	Disponibilidades	Pasivo circulante
	Créditos	
	Existencias	Pasivo fijo
Activo fijo		Capitales propios

$$\text{Autofinanciamiento} = \frac{\text{Re servas}}{\text{Capital}}$$

Mide el grado de capitalización de la empresa. Un ratio elevado asegura a la empresa del riesgo de descapitalización. Su empleo es útil para el análisis del coste financiero de los capitales propios.

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Capitales ajenos}}{\text{Capitales propios}}$$

---

Este ratio mide la intensidad de la deuda comparada con los fondos de financiamiento propios, y de ella, deducir el grado de influencia de terceros en el funcionamiento de la empresa.

El resultado ideal se expresa como tendencia a la unidad.

Este mismo ratio, pero invirtiendo los términos, da el concepto de **autonomía financiera**.

Este aspecto del endeudamiento es básico, pues siempre hay que buscar un equilibrio entre los capitales propios y ajenos.

En efecto:

- Los capitales propios son los que representan un margen de seguridad para el conjunto de acreedores, dado su carácter permanente y al no tener una remuneración obligatoria.
- Por otro lado, a los propietarios les interesa utilizar la financiación ajena siempre que la rentabilidad de los fondos invertidos sea superior al coste de los capitales ajenos utilizados. Desde el punto de vista de la rentabilidad, el grado idóneo de utilización de capitales ajenos se determina analizando el **efecto de apalancamiento financiero**.
- Pero esto no solo puede crear problemas de liquidez y rentabilidad, sino que también puede hacer peligrar el control de la empresa.

Por tanto, el equilibrio entre los capitales propios y los ajenos resultará de un compromiso permanente de las exigencias de.

- La solidez
- La independencia financiera
- La rentabilidad de los fondos propios
- La rentabilidad de los fondos ajenos

El equilibrio entre los capitales propios y los ajenos varía esencialmente, según las empresas de:

- a) Factores subjetivos: - Preferencia de los propietarios y directivos por la Independencia y la seguridad.
- b) Factores objetivos: - Importancia de los valores inmovilizados dentro del Activo.
  - La velocidad de rotación de los activos circulantes, particularmente, los stocks.
  - El nivel y estabilidad de los beneficios.
  - El rendimiento de las inversiones.
  - El objetivo de rentabilidad de los capitales propios.
  - La naturaleza de la actividad de la empresa.
  - Los riesgos propios de la explotación.
  - La situación coyuntural.

---

Todos estos factores influyen en la determinación de la estructura financiera. Pero a este primer nivel, y a través de los ratios, no parece adecuado determinar la estructura financiera óptima. Procede situar algunos conceptos básicos y, sobre todo, analizar la evolución histórica.

#### **Conclusiones preliminares con respecto al análisis de la estructura patrimonial**

- a) La solidez financiera será mayor cuanto mayores sean los porcentajes de los capitales permanentes sobre el total de la financiación, y dentro de éstos, cuanto mayor sea la participación de los fondos propios.
- b) La rentabilidad tenderá a aumentar paralelamente a la disminución del porcentaje de fondos propios (aunque los resultados en valores absolutos sean inferiores debido a las mayores cargas financieras), si el rendimiento sobre activo es superior al tipo medio de interés.
- c) Cuanto mayor sea el nivel de beneficios de una empresa, los fondos propios y los capitales permanentes podrán tener porcentajes inferiores sin que peligre la solidez financiera de la misma.
- d) Finalmente y como se expone a continuación, la estructura financiera debe guardar una relación muy directa con la estructura del activo. Los capitales permanentes deben ser superiores al activo fijo, por tanto, deberán ser mayores a medida que aumente la proporción del activo inmovilizado

#### **4. RELACIONES DE EQUILIBRIO ENTRE LAS MASAS PATRIMONIALES**

Analizaremos aquí la relación que debe existir entre las distintas masas patrimoniales del activo y las diferentes fuentes de financiación, a fin de que la empresa, considerada globalmente, pueda alcanzar un equilibrio estable.

Desde un punto de vista dinámico, este equilibrio se dará cuando:

- La renovación de los elementos del activo (inmovilizado, clientes y existencias) se efectúa con toda normalidad a través del ciclo de explotación y gracias a la renovación de las fuentes de financiación correspondientes.
- La liquidez de la empresa permite hacer frente a los compromisos de pago adquiridos.

Pero como paso previo a este punto de vista dinámico, hablaremos en primer lugar de un equilibrio estático que nos determinará unas reglas **mínimas** de equilibrio.

Cuando analizamos la estructura del activo se apreció que la composición de las distintas partidas viene determinada, en gran parte, por la naturaleza de la actividad de cada empresa. Partiendo de esta premisa, será la composición del pasivo la que deberá adaptarse a las exigencias de la composición del activo, Pero por otro lado, el crecimiento del activo vendrá, a su vez, limitado por las posibilidades de financiación o incremento del pasivo.

---

### Esquema básico de equilibrio financiero:

ACTIVO CIRCULANTE	EXIGIBLE A CORTO PLAZO	
	EXIGIBLE A LARGO PLAZO	CAPITALES PERMANENTES
ACTIVO FIJO	CAPITALES PROPIOS	

### Regla de equilibrio financiero mínimo

Los capitales utilizados para financiar el inmovilizado, los stocks u otra partida del activo deben permanecer a disposición de la empresa durante un tiempo que corresponda, como mínimo, al período de permanencia del inmovilizado, los stocks o la partida adquirida con esos capitales. Es decir:

- Que los elementos de activo fijo deben ser financiados por capitales permanentes, que sean realmente fijos (capitales propios) o con una permanencia que permita a dicho inmovilizado segregar, mediante las amortizaciones y los beneficios, el líquido necesario para reembolsar la financiación a largo plazo.
- Los valores del activo circulante, en principio, podrían ser financiados con deudas a corto plazo. Sin embargo, es muy importante tener en cuenta que es el ciclo de conversión de los activos circulantes lo que en definitiva crea líquido necesario para hacer frente a los compromisos de pago a corto plazo.

Por lo tanto, es posible que exista la regla de equilibrio financiero pero que sea insuficiente, pues también es posible que dentro del activo circulante hayas partidas de rotación lenta, o que se vea frenado su proceso de conversión hacia la liquidez y, en consecuencia, el disponible no se encuentre a punto en el momento de tener que hacer frente a los compromisos de pago.

De aquí deducimos:

- Que es necesario disponer de un margen de seguridad
- Y que, en realidad, hay una parte de activo circulante “**mínimo**” necesario para la explotación que debe considerarse como activo fijo y que por tanto requiere una financiación de tipo permanente.

---

## Consideraciones al análisis del equilibrio entre las masas patrimoniales

1. De acuerdo con el planteamiento anterior, la lógica del análisis supone una financiación del activo fijo por parte de los capitales permanentes superior al 100%.
2. Sin embargo, un ratio de financiación demasiado elevado puede suponer problemas desde el punto de vista de la rentabilidad. Esto sucederá siempre que la empresa esté utilizando unos recursos ajenos por un plazo superior al de sus necesidades y suponiendo, además, que el coste de la financiación a largo plazo es superior a la de corto plazo.
3. Pero es muy importante considerar este ratio teniendo en cuenta la importancia del activo inmovilizado **real** de la empresa.

Por ejemplo, la fabricación del champán exige un stock mínimo de botellas equivalentes a varios años de venta. Esto representa un nivel de existencias muy elevado y que en realidad es el verdadero activo inmovilizado de la empresa. En este caso, la financiación del circulante deberá ser elevada por parte de los capitales permanentes,

4. Por otro lado, el ratio puede ser inferior al 100%, es decir, que parte del activo fijo de una empresa puede estar financiado por deudas a corto plazo. A pesar de los riesgos que esto pueda comportar, el sistema puede funcionar si la velocidad de rotación de los stocks es elevada, el plazo de cobro pequeño y, en cambio, obtiene de los proveedores un plazo mayor. Tal es el caso de la mayoría de empresas dedicadas a la explotación de grandes superficies (hipermercados)

Podemos concluir diciendo que, además de los factores ya indicados, el análisis de la estructura del activo y del pasivo y las relaciones de equilibrio, nos ayudará a formar un criterio sobre:

- La capacidad de endeudamiento de la empresa.
- La capacidad de expansión de la misma.
- La vulnerabilidad de la estructura financiera frente a posibles acontecimientos desfavorables.

---

### III. ANALISIS DE LA LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

#### 1. LA LIQUIDEZ

El grado en que una empresa puede hacer frente a sus obligaciones corrientes es la medida de su liquidez a corto plazo. La liquidez implica, por tanto, la capacidad puntual de convertir los activos líquidos o de obtener disponible para hacer frente a los vencimientos a corto plazo.

Algunos autores se refieren a este concepto de liquidez con el término de solvencia, definiéndola como la capacidad que posee una empresa para hacer frente a sus compromisos de pago. Podemos definir varios grados de solvencia. El primer lugar tenemos la solvencia final, expresada como la diferencia existente entre el activo total y el pasivo exigible. Recibe este nombre de solvencia final porque se sitúa en una perspectiva que podemos considerar “última”: la posible liquidación de una empresa. Con esta solvencia final medimos si el valor de los bienes de activo respaldan la totalidad de las deudas contraídas por la empresa. Recordemos que esta medida es la que suele figurar en las notas o resúmenes sobre suspensiones de pagos. En la práctica corriente suele utilizarse más el concepto de solvencia corriente, término equiparable al de liquidez a corto plazo.

De igual forma, debemos hablar de la existencia de diferentes niveles de liquidez. Una falta de liquidez puede significar que la empresa sea incapaz de aprovechar unos descuentos favorables u otras oportunidades rentables. También puede suponer un freno notable a la capacidad de expansión. Es decir, la falta de liquidez a este nivel implica una menor libertad de elección y, por tanto, un freno a la capacidad de maniobra.

Una falta de liquidez mas grave significa que la empresa es incapaz de hacer frente a sus compromisos de pago actuales. Esto puede conducir a una disminución del nivel de operaciones, a la venta forzada de bienes de activo o, en último término, a la suspensión de pagos o a la quiebra.

Por lo tanto, para los propietarios de la empresa, la falta de liquidez puede suponer:

- Una disminución de la rentabilidad.
- La imposibilidad de aprovechar oportunidades interesantes (expansión, compras de oportunidad, etc.)
- Pérdida de control de la empresa.
- Pérdida total o parcial del capital invertido. Como es lógico, los acreedores de la empresa también se verán afectados por la falta de liquidez:
- Atrasos en el cobro de intereses y principal de sus créditos.
- Pérdida total o parcial de las cantidades prestadas.

Las importantes implicaciones de todas estas consecuencias justifican la gran relevancia que se da a las medidas de la liquidez a corto plazo.

---

## 2. INSTRUMENTOS DEL ANALISIS DE LA LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

La relación entre las disponibilidades inmediatas y el total de las deudas a la vista determina el índice de tesorería, que no debe confundirse con el de liquidez, o sea, con el grado de posible realización de las distintas partidas que forman el activo circulante y su relación con las deudas que integran el pasivo exigible. Los diferentes ratios de liquidez varían mucho según la clase de empresa, por lo que han de juzgarse según la actividad que realice.

Para diagnosticar la capacidad de liquidez de una empresa, los ratios mas empleados son los siguientes:

$$\text{Tesorería} = \frac{\text{Disponible}}{\text{Deudas inmediatas}}$$

Este ratio revela si la empresa puede cumplir con sus obligaciones de vencimiento a la vista. No debe ser inferior a uno. Un coeficiente permanentemente alto sería indicio de disponibilidades monetarias inmovilizadas de rentabilidad inestimable.

$$\text{Pueba ácida} = \frac{\text{Disponible mas realizable}}{\text{Deudas acorto plazo}}$$

Tratándose de empresas con existencias de venta inmediata y al contado, es decir, realizables en un plazo mas corto que el correspondiente al importe de algunos créditos, procede deducir éstos en la suma que pueda compensarse con el valor de las existencias que se considera podrán venderse al contado en fecha inmediata.

La proporción normal es de 0,6 es a 1 en la industria y de 1 es a 1 en el comercio. Aún cuando, en principio, no debe ser inferior a la unidad, puede darse el caso de que en un determinado momento lo sea e incluso se aproxime a cero, sin que ello signifique que la empresa esté próxima a declararse en suspensión de pagos, ya que tal situación puede ser momentánea y fácilmente superable mediante la negociación de efectos, ventas al contado, etc.

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$$

Este ratio, también llamado de **solvencia corriente**, muestra la posibilidad de atender las deudas sin alterar la estructura financiera ni el proceso productivo. En términos generales se estima que este ratio debe ser de 2,5 a 1. Una insuficiencia de activo circulante frente a un pasivo exigible a corto plazo inelástico puede determinar la necesidad de recurrir a la financiación a corto o medio plazo.

La valoración de este ratio, requiere precisar previamente el plazo de realización de las existencias y de los créditos, e incluso la solvencia de éstos.

---

Algunos autores consideran que los pagos anticipados no deben incluirse como partida del activo circulante por no constituir concepto realizable en dinero. No obstante, cabe objetar que sí representan fondos que habrán de imputarse a los costes de las operaciones del siguiente ejercicio.

Como ratio complementario del anterior, procede calcular el de garantía o solvencia total, que viene dado por la siguiente relación:

$$\text{Solvencia total} = \frac{\text{Activo neto real total}}{\text{Deudas totales}}$$

Por activo neto real total se entiende el que resulta de deducir de su importe íntegro las amortizaciones acumuladas, las provisiones y los gastos amortizables. Dicho ratio debe ser mayor de 1, pues si es inferior, indicaría que la empresa se encuentra en situación de **quiebra**. En consecuencia, cuanto más alto sea este ratio, mayor será la garantía que la empresa ofrece a sus acreedores. Es menos significativo que el de solvencia corriente y tiene el inconveniente de hacer intervenir los activos fijos con sus correspondientes problemas de valoración y amortización.

En cuanto a las deudas a medio y largo plazo, es interesante establecer la relación correspondiente al siguiente ratio:

$$\text{Firmeza} = \frac{\text{Activo neto real fijo}}{\text{Pasivo fijo}}$$

El activo neto real fijo comprende el material, inmaterial y financiero, estimado por su valor actual según balance. El pasivo fijo incluye las deudas a medio y largo plazo.

Este ratio informa sobre la financiación del inmovilizado. Un índice elevado expresa que el activo fijo está financiado, principalmente, por capitales propios.

La relación entre capitales propios y ajenos determina el grado de independencia financiera y se halla conforme al siguiente ratio:

$$\text{Independencia financiera} = \frac{\text{Neto patrimonial}}{\text{Deudas totales}}$$

Es evidente que cuanto más alto sea este ratio, más asegurada estará la estabilidad financiera de la empresa. Puede variar de 0,08 para los bancos a 0,6 para la gran industria. Constituye, a la vez, un índice de solvencia y un índice de rendimiento, ya que los recursos ajenos han de soportar el correspondiente gasto financiero por el concepto de interés.

---

### 3. ROTACIONES

Los índices de rotación de los activos circulantes dan la medida de la actividad comercial de la empresa. La frecuencia con que un determinado activo se transforma en otro de distinta naturaleza se denomina **rotación**. También se puede definir como la mutación de situaciones que sucesivamente alteran la posición y estructura de bienes en distintos procesos en el transcurso del tiempo. El conocimiento y análisis de las rotaciones de los elementos del activo circulante es fundamental para analizar la liquidez de la empresa.

#### Rotación de las existencias

El índice de rotación anual de las existencias (comerciales, productos terminados, productos en curso de fabricación, materias primas y auxiliares, etc.), indica cuantas veces las existencias totales se han renovado en un tiempo dado. Se calcula según los siguientes ratios:

$$\text{Rotación de existencias} = \frac{\text{Coste anual de las ventas}}{\text{Pr omedio de existencia}}$$

Y el cociente que resulta de dividir por 365 este ratio, da el período medio de rotación, o lo que es igual, el tiempo que se tarda en vender los productos en existencia.

Se debe calcular, a ser posible, los ratios correspondientes a cada actividad, explotación o clases de existencias.

Tratándose de empresas industriales, procede calcular las siguientes:

$$\text{Rotación de materias primas} = \frac{\text{Consumo anual de materias primas}}{\text{Pr omedio de existencias de materias primas}}$$

Al dividir el ratio resultante de la fórmula anterior por 365, nos dará el número de días que permanecen en el almacén las materias primas. De igual forma se procederá con las materias auxiliares, caso de que éstas tengan un valor significativo.

$$\text{Rotación de productos en curso de fabricación} = \frac{\text{Coste anual de fabricación}}{\text{stock promedio de P. en C. de fabricación}}$$

Dividiendo el resultado anterior por 365, obtendremos el período medio de fabricación.

$$\text{Rotación de productos terminados} = \frac{\text{Coste anual de ventas}}{\text{Existencia promedio de productos terminados}}$$

Si se quiere calcular el plazo promedio de venta o de rotación, bastará con dividir el resultado obtenido en la fórmula anterior por 365.

---

La interpretación de los índices de rotación de existencias debe ser objeto de un serio análisis. Varía enormemente de un sector a otro.. Así, en siderurgia un índice de 4 se considera aceptable, mientras que en los grandes almacenes puede ser de 8 y en la venta de productos alimenticios puede llegar a 25. Es irreversible que cuantas mas veces una empresa rote las existencias mejor funciona.

Un ratio alto permite obtener un mayor rendimiento, dentro de ciertos límites. Reduce las cargas fijas por gastos generales, los intereses, los riesgos por obsolescencia y por caducidad, las mermas, etc., así como requerir un menor capital a emplear. Por el contrario, un ratio bajo revela una sobreinversión en existencias, con los inconvenientes inherentes a toda inmovilización antifuncional

Toda actividad comporta un período normal en el que las existencias deben venderse y transformarse en efectivo o créditos a clientes. Si se conservan mas tiempo que el normal, indica una negligente gestión de los stocks o de existencias anormales. La rotación rápida o lenta depende de la política comercial que siga la empresa. El empleo de técnicas modernas es de vital importancia en el aligeramiento de las existencias.

La comparación de los índices de rotación de un ejercicio con los precedentes permite apreciar si la actividad comercial crece, decrece o se mantiene. Si la rotación aumenta es signo de prosperidad. Ahora bien, un índice bajo no siempre indica una mala gestión, pues ello ocasionalmente puede obedecer a un mayor volumen de existencias por una súbita recesión de las ventas, o un mayor aprovisionamiento para hacer frente a una posible escasez, o a plazos de entrega mas largos de lo normal, o a una compra de oportunidad, etc. También su oscilación puede obedecer a una alteración de los precios (pueden aumentar en valores monetarios y disminuir en unidades físicas). En estos casos, lo conveniente es ajustar los precios medios de las existencias con el fin de operar con valores homogéneos.

Un procedimiento para calcular las existencias indispensables para el normal funcionamiento de la empresa –**el stock útil**- es el que consiste en dividir el coste de las ventas del ejercicio por el índice medio de su rotación en ejercicios anteriores. El valor del stock normal así obtenido y su comparación con el stock real permite detectar si es normal, insuficiente o excesivo.

### **Rotación de cuentas a cobrar**

$$\text{Período de rotación de cuentas a cobrar} = \frac{\text{Ventas anuales}}{\text{Saldo promedio clientes y efectos comerciales}}$$

Para obtener el plazo promedio de venta, hay que añadir al denominador de la fórmula anterior el importe de los efectos descontados pendientes de vencimiento (riesgo contingente).

Como en la rotación de las existencias, procede comparar este ratio con los correspondientes a ejercicios anteriores para determinar su evolución y con los plazos de venta establecidos.

De igual forma se puede calcular el plazo promedio de pago a los proveedores por las compras realizadas. Para ello se aplicaría la siguiente fórmula:

$$\text{Plazo promedio de pago a proveedores} = \frac{\text{Compras anuales}}{\text{Saldo promedio Pr ov. y E / a pagar a Pr ov.}} \quad (365)$$

---

## IV. EL FONDO DE MANIOBRA, EL CAPITAL DE TRABAJO Y LA SITUACION DE TESORERIA

### 1. Conceptos básicos

Para el desarrollo de su ciclo de maduración, una empresa debe hacer frente a determinadas necesidades financieras como consecuencia de la adquisición y consumo de determinados bienes y servicios. Estas necesidades pueden clasificarse en dos categorías:

**a). Necesidades cíclicas:** Son aquellas cuya existencia está directamente ligada al período medio de maduración, renovándose al ritmo de éste. Desde otro punto de vista, estas necesidades surgen como consecuencia de tener que emplear unos recursos en cada uno de los ciclos de maduración, porque en cada uno de ellos se consumen o transforman.

Los gastos (que darán lugar a unos desembolsos) que se van incorporando al ciclo de maduración son los siguientes:

- Adquisición de materias primas y auxiliares.
- Gastos de almacenamiento de estas materias.
- Gastos propios del proceso de fabricación hasta la obtención del producto acabado.
- Gastos de almacenamiento del producto acabado.

El reflejo contable de estas necesidades cíclicas lo tenemos en las siguientes partidas del activo circulante:

- Existencias: Materias Primas y Auxiliares
  - : Productos en curso de fabricación
  - : Productos Terminados
- Cuentas a cobrar a clientes.

**b). Necesidades acíclicas:** Son aquellas que están ligadas a los bienes que permanecen en la empresa durante varios ciclos de maduración posibilitando directamente su desarrollo (edificios, maquinaria, mobiliario, etc.), o bien, relacionándose con el ciclo de vida de la empresa (por ejemplo, adquisición de participaciones en otras empresas de cara a una expansión o diversificación). Estas necesidades quedan reflejadas en el activo fijo.

Para hacer frente a estas necesidades las empresas disponen de una amplia variedad de recursos financieros. Estos recursos los clasificaremos en tres categorías:

1. **Recursos cíclicos:** Son aquellos cuya existencia está directamente ligada al ciclo de maduración y que se renuevan al ritmo de éste. Precisamente por este carácter reciben, también, el nombre de recursos **espontáneos** porque el volumen de financiación se

---

obtiene automáticamente adaptándose a las variaciones de la actividad de la explotación. En general, estos recursos provienen del aplazamiento de la obligación de pago que es consecuencia de la adquisición de materiales y servicios a los proveedores, de los gastos aplazados y de las deudas fiscales.

Otro recurso cíclico importante, pero de naturaleza diferente, es el descuento comercial, aunque es posible que este recurso no se amplíe al mismo ritmo que el nivel de actividad.

2. **Recursos acíclicos:** Son aquellos que en el análisis financiero reciben el nombre de **capitales permanentes**. Es decir, los capitales propios y el exigible a medio y largo plazo.
  
3. **Recursos de tesorería:** Son las fuentes de financiación adicionales a las que una empresa puede acudir y que no están incluidas en las dos categorías anteriores. Tenemos aquí, principalmente, los créditos bancarios a corto plazo y los aplazamientos de pago excepcionales.

## 2. Los dos conceptos básicos de: fondo de maniobra y capital de trabajo necesario

- **Fondo de maniobra:** Se define como la parte de recursos permanentes de la empresa que no está absorbida por la financiación del activo fijo y que, como consecuencia, está disponible para financiar las necesidades de capital de trabajo.
  
- **Capital de trabajo necesario:** Es la parte de las necesidades de tipo cíclico cuya financiación no está cubierta por la financiación de los recursos cíclicos.

Varias conclusiones importantes pueden deducirse de estas dos definiciones:

- a). En primer lugar, es básico constatar que los dos conceptos son diferentes, pues incluyen elementos distintos, y que en la empresa existen por separado. Por un lado tenemos las necesidades de capital de trabajo y, por otro, los recursos permanentes que la empresa tiene disponible para hacer frente a estas necesidades.

Analicemos con más detalle esta cuestión:

La mayoría de las empresas necesitan un determinado nivel de capital de trabajo para su funcionamiento; este hecho proviene de que una parte de sus necesidades ligadas al ciclo de maduración no está cubierta por los propios recursos generados por el mismo ciclo. Como esta situación se irá repitiendo en cada uno de los ciclos de maduración, es evidente que nos encontramos ante un **déficit de tipo permanente**, originado por la renovación de la **necesidad** básica ligada a la explotación de la empresa. Por tratarse de una necesidad de tipo permanente, debe cubrirse mediante una financiación del mismo tipo. Y esta es precisamente la función que debe realizar el fondo de maniobra, es decir, aportar los recursos permanentes que necesitan la mayoría de las empresas para financiar una parte de su ciclo de maduración.

---

**b).** Sin embargo, los importes del fondo de maniobra y del capital de trabajo es posible que sean distintos, y en muchos casos es así. Por ejemplo, podemos fácilmente imaginar una situación (empresa en fuerte crecimiento) en que las necesidades en capital de trabajo sean superiores a la capacidad de la empresa de generar recursos permanentes. En este caso los dos valores serán distintos, siendo el importe de las necesidades financieras superior a los recursos permanentes disponibles y como consecuencia, se producirá un desequilibrio que, como veremos mas adelante, repercutirá sobre la tesorería de la empresa.

**c).** Por lo tanto, al llegar a este punto, podemos concluir que el concepto preciso de fondo de maniobra es el que acabamos de indicar, es decir, la parte de los recursos permanentes que no está absorbida por la financiación del activo fijo.

La forma adecuada de calcularse es:

$$\text{CAPITALES PERMANENTES} - \text{ACTIVO FIJO} = \text{FONDO DE MANIOBRA}$$

Para analizar la variación del fondo de maniobra durante un período determinado, deberemos calcular las variaciones respectivas de las dos partidas mencionadas:

$$\Delta \text{ Fondo de maniobra} = \Delta \text{ Capitales permanentes} - \Delta \text{ Activo fijo}$$

La función de este fondo de maniobra es aportar los recursos necesarios para asegurar el equilibrio financiero del ciclo de maduración cubriendo las necesidades del capital de trabajo.

**d).** Utilizaremos el concepto de capital de trabajo para referirnos a la parte de las necesidades de tipo cíclico cuya financiación no está cubierta por los recursos cíclicos, recordando que ambos términos – necesidades y recursos cíclico – están ligados directamente al ciclo de maduración. Damos por supuesto que tanto estas necesidades como también los recursos cíclicos corresponden a los valores normales u óptimos que toda empresa debe tener para evitar desajustes de fabricación (stock de materias primas y productos en curso) o de las ventas (stock de productos acabados). Asimismo, el crédito concedido a los clientes y el aplazamiento obtenido de los proveedores corresponden a las condiciones normales vigentes en el sector de actividad de que se trate.

La necesidad financiera creada por el capital de trabajo deberá cubrirse con el fondo de maniobra y, en algunos casos, con los recursos de tesorería.

**e).** Podemos encontrar una aplicación interesante de la separación de estos dos conceptos en el caso del fondo de maniobra negativo. Existen empresas cuya

---

situación normal es que los valores del activo fijo sean superiores a los capitales permanentes y, como consecuencia, el fondo de maniobra es negativo.

Podremos preguntarnos, si en este caso, la definición de fondo de maniobra sigue siendo válida puesto que no existen recursos permanentes para financiar las necesidades de capital de trabajo. La respuesta es afirmativa, puesto que un valor negativo puede corresponder a una situación tan normal como la de uno positivo.

El fondo de maniobra puede ser negativo si las necesidades de capital de trabajo también lo son. Es decir, que los recursos espontáneos sean superiores a las necesidades cíclicas. Lo que debe cumplirse, siguiendo el esquema teórico propuesto es:

$$\text{FONDO DE MANIOBRA} - \text{CAPITAL DE TRABAJO NECESARIO} > 0$$

### 3. La situación de tesorería

La situación de tesorería de una empresa, en un momento determinado, es la diferencia entre:

- **su fondo de maniobra**, es decir, la parte de los capitales permanentes que no está absorbida por la financiación de los valores de inmovilizado y, como consecuencia, está disponible para financiar las necesidades ligadas al ciclo de maduración.
- **Y las necesidades de capital de trabajo**, que son la parte de las necesidades propias del ciclo de maduración, cuya financiación no está cubierta por los recursos cíclicos.

El objetivo de calcular esta diferencia es poner de manifiesto la relación entre las necesidades financieras originadas por la actividad de una empresa y los recursos utilizados para cubrirlas. Tal como hemos visto, las necesidades están formadas por:

- **Las necesidades acíclicas**, que corresponden a los valores inmovilizados.
- La parte de las necesidades cíclicas cuya financiación está a cargo de la empresa, es decir, **el capital de trabajo**.

Los recursos utilizados para financiar la actividad son los capitales permanentes. No se mencionan los recursos cíclicos, puesto que se restan de las necesidades cíclicas para calcular el capital de trabajo.

Esquemáticamente podemos representar las necesidades y los recursos de la siguiente forma:

NECESIDADES	RECURSOS
Necesidades acíclicas Necesidades de capital de trabajo	Capitales permanentes
(O lo que es lo mismo) Necesidades de capital de trabajo	Fondo de maniobra
(evidentemente, los importes de ambas columnas no son iguales)	

La utilidad de este concepto de tesorería es que aporta una distinción fundamental entre:

- Lo que origina las necesidades de tesorería.
- Las posibilidades existentes de ampliar los recursos de tesorería (gestión de tesorería).
- El saldo resultante de disponible.

#### a) Las necesidades de tesorería

Tal como acabamos de ver, el origen de estas necesidades está en la relación entre el capital de trabajo necesario y el fondo de maniobra disponible. Cuando una empresa se halle en fase de fuerte expansión, sus necesidades de capital de trabajo son superiores a su capacidad de generar recursos permanentes: la diferencia entre el fondo de maniobra disponible y el capital de trabajo necesario nos dará una situación de tesorería deficitaria o negativa que obligará a la búsqueda de recursos adicionales para restablecer el equilibrio financiero.

#### b) La gestión de tesorería

A partir de la relación entre las necesidades de capital de trabajo y el fondo de maniobra nos podemos encontrar con:

- Una situación de tesorería deficitaria o negativa, que colocará a la empresa en la necesidad de cubrir ese déficit de financiación.
- Una situación de tesorería positiva, que nos indicará que los recursos disponibles son superiores a las necesidades.

A partir de estas situaciones, entra en juego **la gestión de tesorería**, cuya finalidad será:

- Buscar recursos de tesorería adicionales para cubrir una situación deficitaria. Los recursos más usuales son: el crédito bancario y el aplazamiento de pagos.
- Buscar la colocación adecuada para los recursos sobrantes, en el caso de una situación de tesorería positiva, tales como: aprovechar descuentos por pronto pago, reducir el nivel de descuento comercial, invertir en activos financieros.

---

### c) El saldo resultante de disponible

La incidencia final de todo este proceso sobre el saldo de disponible vendrá dada por los recursos de tesorería adicionales conseguidos, o la resta, si se trata de la colocación de recursos en activos de tesorería y la situación de tesorería inicial. Es decir, si ante una situación de tesorería deficitaria (necesidades de capital de trabajo superiores al fondo de maniobra) se consiguen unos recursos adicionales por el mismo importe del déficit, el nivel de disponible no se verá afectado. Por el contrario, si estos recursos no se consiguen o su cuantía es inferior al déficit, el saldo de disponible disminuirá en un importe igual a la diferencia entre el déficit de tesorería y el total de recursos adicionales conseguidos.

El cuadro-resumen de la página ayudará a asimilar estos conceptos básicos.

Siguiendo el planteamiento aquí planteado la gestión de tesorería queda enmarcada por la relación dinámica entre el fondo de maniobra y las necesidades del capital de trabajo. Esta es una perspectiva conceptual muy útil para comprender las verdaderas causas de los desajustes de tesorería en las empresas. Con frecuencia, los responsables de la gestión de tesorería quedan absorbidos por los problemas cotidianos (previsiones financieras, búsqueda de nuevos créditos, negociación de aplazamientos) sin llegar a tener una visión clara y precisa de las causas que están provocando las tensiones financieras. Para explicar (el pasado) o para prever (hacia el futuro) las variaciones de tesorería, durante un intervalo de tiempo determinado, es preciso referirse, por una parte, a las variaciones del fondo de maniobra y, por otra, a las variaciones de las necesidades de capital de trabajo (durante dicho intervalo de tiempo) y hacer la diferencia.

## 4. Aplicación de estos conceptos básicos en el análisis financiero

- Es necesario destacar la necesidad y utilidad de separar los dos conceptos de fondo de maniobra y capital de trabajo. Tradicionalmente se ha presentado el fondo de maniobra a través de dos definiciones que se consideraban equivalentes:
  - a) Diferencia entre capitales permanentes y activo fijo (lo que coincide con la definición aquí presentada.
  - b) Diferencia entre activo circulante y pasivo circulante.

Aunque el valor aritmético de ambas diferencias es el mismo, ya que el total del activo y del pasivo son iguales, su contenido y dinámica son muy diferentes:

- El cálculo del fondo de maniobra como diferencia entre capitales permanentes y activo fijo permite conocer las causas del valor del fondo de maniobra en un momento determinado, así como explicar su variación durante un determinado período de tiempo. En definitiva se están manejando los elementos que generan el fondo de maniobra.
- En cambio, el modo de cálculo del fondo de maniobra como diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante, solo permite constatar el valor o las variaciones del fondo de maniobra, pero no explicarlas, puesto que las operaciones que afectan a estas partidas del balance no tienen incidencia sobre el fondo de maniobra.

- 
- Los dos conceptos básicos de fondo de maniobra y capital de trabajo son necesarios para analizar la situación financiera de una empresa. El análisis de la magnitud del fondo de maniobra es uno de los aspectos fundamentales del análisis financiero; tanto es así, que se ha llegado a decir que una empresa está bien equilibrada cuando su fondo de maniobra tiene un valor elevado; por el contrario, se afirma que su situación es débil cuando su fondo de maniobra pequeño o, con mayor motivo, cuando es negativo.
  - Es evidente que cuanto mayor es el fondo de maniobra de una empresa más posibilidades existen de que no tenga tensiones de tesorería. Sin embargo, una empresa con un fondo de maniobra elevado no es sinónimo de una tesorería desahogada. Si sus necesidades de capital de trabajo son, al mismo tiempo, elevadas, es muy frecuente que se encuentre con dificultades de tesorería. Por el contrario, una empresa con un fondo de maniobra débil no tiene forzosamente que encontrarse con dificultades de tesorería. Si sus necesidades de capital de trabajo son muy pequeñas o negativas puede tener una situación cómoda de tesorería.

La conclusión es que el análisis de la situación financiera de una empresa, y más concretamente, de su situación de tesorería, exige la consideración simultánea del fondo de maniobra y de las necesidades del capital de trabajo. Cada uno de estos conceptos, insuficiente si se considera de forma aislada, complementa al otro.

- Una forma muy útil de analizar la situación financiera de una empresa es mediante el seguimiento de la evolución de los tres conceptos básicos – **fondo de maniobra, capital de trabajo y situación de tesorería** – durante varios períodos consecutivos. Ello nos permitirá seguir la evolución dinámica entre dichas magnitudes y, como consecuencia, evaluar los cambios que se vayan produciendo en la situación financiera. Este análisis se realiza a través del cuadro de financiación que se explica más adelante.
- El análisis dinámico se puede complementar con el planteamiento que podemos considerar estático que consiste en comparar el fondo de maniobra con aquellas magnitudes con las que se relaciona más directamente. Al mismo tiempo se analiza la velocidad de realización de las partidas del activo circulante y la exigibilidad de las del pasivo circulante, estudiando su incidencia sobre la situación financiera de la empresa (análisis de las rotaciones).

En la página siguiente se incluye un cuadro resumen en el que se puede observar el cálculo y las diferencias entre los tres conceptos básicos que acabamos de explicar.

<b>CUADRO RESUMEN</b>		
	EMPLEOS (NECESIDADES)	RECURSOS (FUENTES)
RECURSOS ACICLICOS - NECESIDADES ACICLICAS	EMPLEOS ACICLICOS (ACTIVO FIJO) (-)	RECURSOS ACICLICOS (CAP. PERMANENTES) (+)
= FONDO DE MANIOBRA (A)	SALDO: FONDO DE MANIOBRA	
EMPLEOS CICLICOS - RECURSOS CICLICOS	EMPLEOS CICLICOS (+)	RECURSOS CICLICOS (-)
= CAPITAL DE TRABAJO (B)	SALDO: CAP. DE TRABAJO NECESARIO	
FONDO DE MANIOBRA (A) - CAPITAL DE TRABAJO (B)	SITUACION DE TESORERIA = FONDO DE MANIOBRA - CAPITAL DE TRABAJO NECESARIO	
= SITUACION DE TESORERIA + RECURSOS DE TESORERIA - ACTIVOS DE TESORERIA	ACTIVOS TESORERIA (colocaciones a c.p.) (-)	RECURSOS TESORERIA (+)
= VARIACION DEL SALDO DE DISPONIBLE	VARIACION SALDO DE DISPONIBLE	

## 5. Ratios para el análisis estático del fondo de maniobra

### Activo circulante financiado por el fondo de maniobra

$$\frac{\text{Fondo de maniobra}}{\text{Activo circulante}} \times 100$$

---

Este ratio nos permite valorar y juzgar la evolución del nivel de cobertura del activo circulante por el fondo de maniobra, que puede deberse a: una menor rotación del activo circulante o a un incremento del volumen de operaciones.

### **Cobertura de los stocks**

$$\frac{\text{Fondo de maniobra}}{\text{Stocks}} \times 100$$

Tiene la misma finalidad que el anterior, pero referido a las existencias, que generalmente constituyen la parte más **fija** del activo circulante.

A la hora de valorar este ratio hay que tener presente que el mismo varía en función de la actividad que desarrolle la empresa. Las empresas comerciales precisan una menor cobertura que las industriales debido a que la rotación de los stocks es más rápida.

### **Relación con las ventas**

$$\frac{\text{Fondo de maniobra}}{\text{Ventas}}$$

Este ratio nos da un índice de comparación de la evolución del fondo de maniobra en relación con la evolución de las ventas.

---

## **V. LOS FONDOS GENERADOS POR LAS OPERACIONES. EL CASH-FLOW. LA AUTODINAMICACION**

Hay pocos conceptos que hayan alcanzado una divulgación tan amplia entre los analistas y directivos financieros como el Cash-Flow. A pesar de ello, con frecuencia se utiliza de forma imprecisa, con interpretaciones diferentes o con un desconocimiento del verdadero alcance de su significado.

Es necesario, por tanto, clarificar el término Cash-Flow y precisar la utilidad de su aplicación en el análisis y la gestión financiera.

El término Cash-Flow equivale, en general, a la suma del beneficio más las amortizaciones. Lo que nos mide los recursos generados durante un determinado período de tiempo. ¿Cuál es el significado financiero de la cifra que resulta al sumar las amortizaciones y el beneficio de un período?. Al efectuar esta operación eliminamos de la Cuenta de Resultados una partida de gasto que no supone ningún desembolso. Ya es sabido que la amortización es un asiento contable cuya finalidad es distribuir como gasto una determinada inversión a lo largo de su vida útil, puesto que el desembolso tuvo lugar al adquirir el activo fijo correspondiente.

En realidad, podríamos calcular el Cash-Flow restando de los ingresos aquellos gastos que han supuesto un desembolso durante el período, o que lo van a suponer a corto plazo. Para ello habría que restar de las ventas todas las partidas de gasto que aparecen en la cuenta de resultados, a excepción de las amortizaciones. Pero esto supone realizar varias sustracciones y, en cambio, se puede llegar al mismo resultado con una sola operación aritmética, sumando las amortizaciones al beneficio.

El propio vocablo inglés (Cash-Flow equivale en castellano a flujo de caja) y el hecho de hablar de gastos que han supuesto o no un desembolso, puede sugerir una relación directa entre el Cash-Flow y el movimiento de caja y bancos. En realidad no es así. Si lo que nos interesa es la relación entre el resultado económico (cuenta de resultados) y el resultado de tesorería (movimiento de caja y bancos), la amortización no es la única partida que justifica la diferencia entre ambos resultados. Como sabemos, las ventas del ejercicio pueden no haberse cobrado todavía; parte de las materias primas y/o mercaderías suministradas por los proveedores pueden estar todavía en el almacén. Es decir, hay que recordar la diferencia entre:

- Operaciones de explotación (ingresos y gastos)
- Operaciones de tesorería (cobros y pagos)

---

Así pues, puede decirse que el “destino natural” del Cash-Flow no es la Caja, sino el Fondo de Maniobra. Lo que hace el Cash-Flow es aumentar los recursos permanentes de la empresa y, en consecuencia, el Fondo de Maniobra. Por lo tanto, sería mas correcta una traducción no literal del término y denominarlo **Fondos Generados por las Operaciones (F.G.O.)**.

## **Precisiones a la definición de los F.G.O.**

Recordemos que los F.G.O. se calculan sumando al beneficio las amortizaciones. Pero, ¿Qué cifra de beneficios debemos tomar?

1. **¿Antes o después de impuestos?**. Lo normal es hacerlo después de impuestos puesto que éstos suponen una salida de fondos.

Solo conviene destacar que en el caso de comparar empresas sometidas a distinta fiscalidad, es necesario situarse a un nivel homogéneo. Para ello, lo más práctico es tomar los FGO antes de impuestos.

2. **¿Antes o después de la distribución de beneficios?**. Con la finalidad de permitir el análisis de la política de dividendos de la empresa, se suele establecer la siguiente distinción:

- **F.G.O.:** Para su cálculo se toma la cifra de beneficio antes de la distribución de dividendos. En este caso, el término FGO mide la **capacidad de autofinanciación**.
- **Autofinanciación:** FGO – o Cash-Flow – menos los dividendos.

La autofinanciación nos indica los fondos generados por las operaciones que realmente permanecen en la empresa, mientras que los FGO hacen referencia a un potencial o capacidad de autofinanciación.

## **Precisiones a la utilización del concepto Cash-Flow (FGO)**

Con frecuencia se da una cierta confusión entre el Cash-Flow y el beneficio, o la consideración de que el Cash-Flow es una medida mas significativa, por ser más objetiva, de la gestión económica de la empresa que la cifra de beneficios.

Es cierto que el beneficio es una magnitud relativa y fácilmente manipulable. Una empresa puede aumentar la cifra de beneficios simplemente aplicando unas menores dotaciones para amortizaciones. Y algunas empresas lo hacen. Esta es la causa del deterioro experimentado por el beneficio como medida de rentabilidad y que se preste una mayor atención al Cash-Flow, donde al beneficio disponible se le agregan las amortizaciones.

Evidentemente las amortizaciones son un la anotación contable que encierra un mayor grado de complejidad. Y esto es así, aunque no esté en el ánimo de la empresa manipularlas como un medio para mejorar los resultados. A pesar de ello, y a los efectos de calcular el resultado de la explotación, es imprescindible tenerlas en cuenta. El que sea un gasto que no implica desembolso, no deja de ser un verdadero coste, es decir, el registro de un consumo de recursos. El que la depreciación del activo fijo sea difícil de periodificar, no es razón suficiente para excluirla.

---

Por lo tanto, el Cash-Flow no puede considerarse una medida más significativa que el beneficio cuando se trata de medir la renta generada por una empresa. Su utilidad fundamental está en el significado financiero que hemos presentado al principio, es decir, los FGO representan la capacidad de autofinanciación de la empresa.

## Concepto de Cash-Flow

El término Cash-Flow puede contemplarse desde dos aspectos claramente diferenciados:

**a). En sentido financiero o dinámico:** Como la diferencia entre las entradas y salidas de dinero durante un ejercicio o período considerado. Sirve para determinar el flujo real de tesorería. Y, según haya aumento o disminución de disponibilidades monetarias, se expresa con los términos “cash-inflow o cash-outflow, respectivamente. Se caracteriza como movimiento de disponibilidades monetarias en la actividad empresarial y se emplea para el análisis de la gestión financiera.

**b). En sentido económico o estático:** Como suma de las amortizaciones y el beneficio neto correspondiente al ejercicio o período considerado. Es igual al resultado contable corregido. Se caracteriza como “recursos generados” (cash-flow generation) y se usa para analizar el resultado con el objeto de determinar la capacidad de beneficios de la empresa.

## Cash-Flow financiero

Se obtiene calculando la diferencia entre las entradas y salidas monetarias producidas durante el período considerado. Existen tres modalidades:

1. **Cash-Flow funcional**, que se refiere solamente a las operaciones de explotación. Se calcula hallando la diferencia entre las entradas monetarias correlacionadas con las salidas por costes de explotación. Su finalidad es conocer las posibilidades de financiar las necesidades que accidentalmente puedan surgir por el pago de deudas o de inversiones de activos fijos.
2. **Cash-Flow extrafuncional**, que se refiere a las operaciones ajenas a la explotación y se calcula hallando la diferencia entre las entradas y salidas monetarias siguientes:

a). Respecto a entradas:

- Venta de inmovilizados técnicos y/o financieros.
- Débitos de financiamiento.
- Aumentos de capital.

b). Respecto a las salidas:

- Inversiones en inmovilizados técnicos o financieros.
- Reembolso de débitos de financiamiento.
- Reembolso de capital propio.
- Pago de dividendos.

- 
3. **Cash-Flow puro**, que se refiere al que resulta de la suma o diferencia entre los dos anteriores, que, a su vez, será igual al aumento o disminución de las disponibilidades monetarias finales con relación a las iniciales.

En cuanto al conjunto de operaciones monetarias realizadas en un ejercicio o período determinado, abstracción hecha de las existencias monetarias iniciales y finales, pueden presentarse los dos casos siguientes:

$$\text{Total de entradas} \rangle \text{ total salidas} = \text{Cash-inflow}$$

$$\text{Total entradas} \langle \text{ total salidas} = \text{Cash-outflow}$$

El cash-Flow financiero se emplea en la presentación de informes sobre la gestión financiera de la empresa y constituye una técnica para el análisis del control financiero. Sirve para determinar las posibilidades de financiar inversiones, tanto técnicas como financieras; para reembolsar deudas; para pagar dividendos; o para rectificar la insuficiencia de activo circulante, así como para detectar la necesidad de aumentar el capital propio o los recursos ajenos; e incluso para decidir sobre la selección de nuevas iniciativas. En resumen, el cash-flow financiero es un instrumento importante para determinar la política financiera a desarrollar tanto en el presente como en el futuro, pues si interesante es conocer el flujo de medios monetarios que fluyen de la actividad empresarial, más lo es cuando el cash-flow se plantea dentro del marco de una previsión de necesidades financieras posteriores.

### **Cash-Flow económico**

Consiste en determinar el beneficio verdadero de un ejercicio o período considerado. Respecto a su cálculo, hay diferentes criterios sobre los elementos que han de componer las dos magnitudes que lo integran: **beneficio neto** + **amortizaciones**.

Por lo que al beneficio se refiere, según se incluyan o excluyan determinados conceptos (impuesto sobre beneficios, provisiones, etc.), se habla de un **cash-flow bruto** o de un **cash-flow neto**. El cash-flow bruto se emplea, principalmente, para facilitar información sobre la capacidad de beneficios que tiene la empresa.

Por lo que respecta a beneficios extraordinarios, el criterio general es el de excluirlos. Y respecto a las provisiones por depreciación de existencias e incobrables, se incluyen o excluyen, según se refieran a cargos diferidos a más o menos de un año. El impuesto sobre beneficios se excluye siempre.

En cuanto a la otra magnitud que configura el cash-flow económico – las amortizaciones – habrá que tener en cuenta los ajustes de las amortizaciones del activo fijo, así como las de carácter acelerado.

El cálculo del cash-flow económico se hace a través del estudio y análisis de la cuenta de resultados lo que permite diferenciar las provisiones dotadas con cargo a beneficios, las amortizaciones reales y las que engloban una acelerada; así como obtener cuanta información se precise al efecto.

De lo expuesto, es fácil llegar a la conclusión de la confusión reinante sobre el cash-flow económico. De ahí la desconfianza que en torno a él existe. Algunos analistas – caso de la Federación Americana de Analistas Financieros – se han pronunciado en contra de su empleo por considerar que esta técnica para determinar el beneficio real de una empresa no ofrece las garantías necesarias.

### Obtención del Cash-Flow financiero

Se puede obtener directamente de las cuentas de tesorería, o directamente de los balances inicial y final y de las cuentas de resultados. El modo de operar se puede hacer por diferentes procedimientos. Uno de ellos consiste en tener en cuenta las distintas clases de operaciones homólogas (venta de productos, compra de materias primas, retribución de salarios, etc.) y sobre esta base basta que al importe específico de la entrada o salida, correspondiente al período considerado, sumar los saldos iniciales de créditos o débitos, así como restas los saldos finales de los mismos, tal y como se indica en los ejemplos siguientes:

a) Con relación a las entradas (cobros)	
Ventas del período .....	7.250.000
+ Créditos al inicio del período (clientes y E/ a cobrar)	<u>3.500.000</u>
Total entradas.....	10.750.000
- Créditos al final de período .....	<u>2.150.000</u>
<u>Cobros por ventas .....</u>	<u>8.600.000</u>
b) Con relación a salidas (pagos)	
Compras de materias primas del período .....	6.100.000
+ Saldo inicial de débitos (proveedores y E/ a pagar	<u>2.050.000</u>
Total salidas .....	8.150.000
- Débitos al final de período .....	<u>1.900.000</u>
<u>Pagos por compras .....</u>	<u>6.250.000</u>

Al mismo resultado se llega sumando o restando al importe específico del concepto considerado, la variación producida en los saldos de créditos o débitos. Véase el modo de operar:

Ventas del período .....	7.250.000
+ Disminuciones del saldo de los créditos .....	<u>1.350.000</u>
<u>Cobros por ventas .....</u>	<u>8.600.000</u>
Compras del período .....	6.100.000
+ Disminución del saldo de los débitos .....	<u>150.000</u>
<u>Pagos por compras .....</u>	<u>6.250.000</u>

En el supuesto de que los saldos de los créditos y débitos hubiesen experimentado aumento, en vez de sumar el importe de su variación, procedería restarlo.

Una vez obtenidos los resultados correspondientes a cada uno de los conceptos de cobros y pagos considerados, la suma de unos y otros expresará las entradas y salidas de cash-flow producidas durante el período.

Otra forma de operar para obtener el cash-flow financiero, de forma simplificada, consiste en determinar directamente lo cobrado por ventas, créditos, etc.(en cuanto a entradas), así como lo pagado por débitos, compras, salarios, etc. (respecto a salidas). Los datos correspondientes se obtendrán de los desarrollos de las cuentas de tesorería.

El cash-flow financiero debe presentar en forma de estado o cuadro y como anexo del Estado de Origen y Aplicación de Fondos, así como de las Cuentas de Resultados. Véase un ejemplo en el cuadro que se incluye en la página siguiente:

## CASH-FLOW FINANCIERO

<b>A) FUNCIONAL (OPERATIVO)</b>		
<b>1. Entradas:</b>		
Ventas .....	20.220	
Subvenciones a la explotación ....	1.000	
Ingresos financieros.....	80	
Anticipos de clientes .....	300	
Rappels por compras .....	150	21.750
<b>2. Salidas:</b>		
Compras .....	12.160	
Gastos de personal .....	3.240	
Gastos financieros .....	800	
Tributos .....	450	
Transportes .....	250	
Rappels sobre ventas .....	780	
Anticipos a proveedores .....	500	20.080
CASH-INFLOW .....		1.670
<b>B) EXTRAFUNCIONAL (EXTRAOPERATIVO)</b>		
<b>1. Entradas:</b>		
Emisión de obligaciones .....	5.000	
Venta de valores .....	2.000	
réditos bancarios .....	500	7.500
<b>2. Salidas:</b>		
Compra de inmovilizado .....	9.000	
Amortización ptmo. Hipotecario ..	1000	10.000
CASH-OUTFLOW .....		2.500
NET CASH-OUTFLOW .....		-830
Saldo final en Caja y Bancos .....		1.570
Saldo inicial en Caja y Bancos .....		2.400
DISMINUCION DE TESORERIA .....		-830

De estado de cash-flow anterior se desprenden las siguientes conclusiones:

- 1ª. Que las disponibilidades monetarias han experimentado, en conjunto, una disminución de 830 unidades monetarias (u.m.).
- 2ª. Que las operaciones de explotación han aumentado la tesorería en 1.670 u.m.
- 3ª. Que, por el contrario, las operaciones al margen de la explotación han disminuido la tesorería en 2.500 u.m.
- 4ª. Que la adquisición de inmovilizado material y la amortización del préstamo hipotecario se han financiado de la siguiente manera:

a) Por aumento de los recursos ajenos (emisión de obligaciones y crédito bancario)	5.500
b) Por la venta de valores .....	2.000
c) Por recursos provenientes de la explotación	1.670
d) Por disminución de la tesorería .....	830
Total .....	10.000

## VI. ESTADO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS. CUADRO DE FINANCIAMIENTO.

### 1. ESTADO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS

Las operaciones que realizan las empresas producen variaciones en su estructura financiera y económica y el **Estado de Origen y Aplicación de Fondos** explica como se han producido, mediante comparación de dos balances consecutivos que resumen los cambios experimentados en cada una de las cuentas que forman el activo, el pasivo y el neto patrimonial.

Tiene especial interés para el estudio de la evolución financiera de la empresa – solvencia y liquidez -. Además, el análisis de las mutaciones patrimoniales habidas en el transcurso de dos balances sucesivos generadas por los aumentos y disminuciones de los fondos propios y ajenos, así como los resultados y cambios de activos fijos y circulantes habidos, posibilita deducir como se llegó a la situación financiera actual.

Y constituye un anexo importante del balance y cuenta de resultados al evidenciar hechos financieros que no se reflejan en ninguno de los estados contables indicados. Asimismo, sirve para orientar el programa financiero a desarrollar, sí como de controlador del mismo.

Un complemento valioso del estado de origen y aplicación de fondos, con vistas al análisis del movimiento de disponibilidades monetarias, es el cash-flow<sup>2</sup> statement, que muestra la procedencia de los ingresos y como fueron gastados. El cash-flow es al estudio del movimiento de flujos monetarios lo que el estado de origen y aplicación de fondos es al estudio de toda clase de flujos, monetarios o no.

### Concepto de fondos

Con relación al estado de origen y aplicación de fondos, con carácter general y amplio, el concepto de fondos responde al valor en dinero atribuido a cada una de las cuentas representativas de las diferentes partidas que configuran el balance. ES común a la estructura económica y a la estructura financiera. Y, según se refiera a su origen o empleo, se denominan **obtenidos o aplicados**.

Se llaman **fondos fijos** si se trata de masas patrimoniales que componen el inmovilizado y el pasivo a largo plazo (deudas), así como los recursos propios (capital y reservas).

Los **fondos circulantes** son los representados por las masas patrimoniales de activo y pasivo cuando su grado de disponibilidad y exigibilidad, respectivamente lo es a corto plazo.

## Presentación ordenada de los empleos y fuentes

Planteado de forma teórica el esquema se presentaría así:

EMPL EOS	FUENTES
△ Activo fijo	△ Fondos propios
△ Activo circulante	△ Amortizaciones acumuladas
▽ Fondos propios	△ Exigible a largo plazo
▽ Exigible a largo plazo	△ Exigible a corto plazo
▽ Exigible a corto plazo	▽ Activo fijo
	▽ Activo circulante

Al partir de una situación de equilibrio (balance inicial) para pasar a otra situación de equilibrio (balance final), es necesario que los movimientos estén a su vez equilibrados. Es decir:

**EMPLEO O APLICACIÓN DE FONDOS = FUENTE U ORIGEN DE FONDOS**

## Formulario

El formulario del estado de origen y aplicación de fondos, por conceptos, expresa:

1. Cuentas de balance: Activo, Pasivo y Neto Patrimonial.
2. Cantidades de las cuentas:
  - a) del primer balance
  - b) del segundo balance
3. Total de las variaciones:
  - c) aumentos de activo y disminuciones de pasivo
  - d) aumentos de pasivo y disminuciones de activo
4. Variaciones del activo circulante y del pasivo circulante:
  - e) fondos aplicados
 

{	por aumentos de activo
}	por disminución de pasivo

---

f) fondos obtenidos {  
por aumento de pasivo  
por disminución de activo

5. Variaciones del activo circulante y del pasivo circulante:

g) fondos aplicados {  
por aumento de activo  
por disminución de pasivo

h) fondos obtenidos {  
por aumento de pasivo  
por disminución de activo

### **Interpretación de las variaciones**

El estado de origen y aplicación de fondos, revelador de las variaciones cuantitativas del complejo activo, pasivo y neto patrimonial, facilita la información necesaria para investigar las causas que han influido en la evolución de la estructura económica y financiera de la empresa.

Con carácter general se pueden citar las siguientes consideraciones sobre la interpretación de los cambios producidos y sus incidencias:

1ª. El aumento del activo circulante influye favorablemente si obedece a un mayor saldo de las cuentas de clientes y de las de existencias, como consecuencia de que el volumen de las ventas ha crecido paralelamente. Por el contrario, incide desfavorablemente si es debido a retrasos en el cobro de los créditos o a la acumulación de incobrables o a un mayor almacenamiento de existencias por reducción de la cifra de ventas.

2ª. El aumento del pasivo circulante significa, en principio, un cambio desfavorable, así como una disminución, por el contrario, influye favorablemente. Y no altera la situación cuando su variación positiva o negativa está correlacionada con el activo circulante.

3ª. El aumento o disminución del activo fijo influye favorable o desfavorablemente, toda vez que, una mayor o menor inversión, en principio, supone también una mayor o menor productividad.

4ª. Los aumentos de las amortizaciones acumuladas, que suponen mutaciones del activo fijo en masas patrimoniales más líquidas, mejoran la situación de la empresa, ya que, al repercutir sobre el coste de los productos fabricados, se recaudan indirectamente a través de las ventas.

---

5ª. El aumento del pasivo fijo puede favorecer la situación financiera, máxime si obedece a una sustitución del pasivo circulante que era excesivo, mejorando así el índice de liquidez. De la empresa.

6ª. Si el saldo de las empresas filiales aumenta, hay que averiguar a qué obedece e informarse de la situación que las mismas presentan.

7ª. Los aumentos del capital y de las reservas mejoran el índice de endeudamiento, así como una disminución lo empeoran.

8ª. Los beneficios mejoran la situación al contribuir al aumento de los fondos propios, mientras que las pérdidas la empeoran al suponer un drenaje de los mismos.

9ª. No afectan al cambio de la estructura de la empresa: Las revalorizaciones contables por la actualización monetaria, ni los traspasos de las cuentas de resultados a reservas, o de reservas a capital.

Con el fin de aclarar conceptos, en la página siguiente se incluye un modelo del estado de origen y aplicación de fondos

## ESTADO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS

CUENTAS	(2) CANTIDADES (EN MILES DE €)		(3) TOTAL VARIACIONES		(4) VARIACIONES DEL CIRCULANTE		(5) VARIACIONES DEL CAP. FIJO	
	AÑO 20..	AÑO 20..	AUMENT.	DISMIN.	APLICAC.	ORIGEN	APLICAC.	ORIGEN
	(a)	(b)	©	(d)	€	(f)	(g)	(h)
<b>ACTIVO</b>								
Maquinaria	8.337	8.879	542				542	
Instalaciones	500	500						
Elem. de transporte	654	3.174	2.520				2.520	
Mobiliario	1.360	1.575	215				215	
Equ. Proceso información	938	938						
Patentes y marcas	60	73	13				13	
Fianzas constituidas L.P.	180	180						
Imposiciones a L.P.	1.233	3.349	2.116				2.116	
Ex. Materias Primas	18.172	14.206		3.966		3.966		
Ex. Productos Terminados	1.794	4.160	2.366		2.366			
Anticipos a proveedores		1.248	1.248		1.248			
Clientes	31.074	34.354	3.280		3.280			
Bancos c/c	9.727	7.711		2.016		2.016		
Caja	94	16		78		78		
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>74.123</b>	<b>80.363</b>						
<b>PASIVO</b>								
Capital	15.000	15.000						
Reservas estatutarias	3.252	5.373		2.121				2.121
Reservas voluntarias		3.542		3.542				3.542
Rdo. Del Ejercicio	9.202	10.418		1.216				1.216
Préstamos a L.P.	2.990	1.495	1.495				1.495	
Acreedores a L.P.	16.213	17.308		1.095				1.095
Préstamos a C.P.	1.495	1.495						
Hª Pública	6.031	9.166		3.135		3.135		
Org. De la Seg. Social	410	427		17		17		
Proveedores	13.624	8.213	5.411		5.411			
Acreedores	955	955						
Amorti.z. acumulada	4.951	6.971		2.020		2.020		
<b>TOTAL PASIVO Y VARIACIONES</b>	<b>74.123</b>	<b>80.363</b>	<b>19.206</b>	<b>19.206</b>	<b>12.305</b>	<b>11.232</b>	<b>6.901</b>	<b>7.974</b>
<b>AUMENTOS DEL CIRCULANTE</b>						<b>1.073</b>	<b>1.073</b>	
					<b>12.305</b>	<b>12.305</b>	<b>7.974</b>	<b>7.974</b>

---

## 2. CUADRO DE FINANCIACION

Podemos definir el cuadro de financiación como una descripción sintética y en términos de flujo de la financiación básica que ha tenido entrada en la empresa y de su inversión o empleo, así como las variaciones del circulante. Y todo ello referido al período.

Este cuadro financiero se obtiene a través del de origen y aplicación de fondos

Independientemente del modelo cuadro de financiación que describe el P.G.C., podemos confeccionar otro que consideramos más útil tanto desde el punto de vista de la información para la gestión interna de la empresa, como para un analista externo.

Dado que el cuadro de financiación debe poner de manifiesto las políticas básicas de inversión y financiación que ha seguido la empresa durante un período determinado de tiempo que se está analizando, será necesario analizar:

1. Los principales empleos de recursos en la empresa:
  - Las inversiones en activo fijo.
  - Las inversiones financieras.
  - La devolución de préstamos.
  - El pago de dividendos.
2. En la mayoría de las empresas encontramos otro empleo muy importante constituido por las necesidades de capital de trabajo. Al tener una dinámica propia se estudia por separado (ver obtención del cash-flow financiero).
3. Las principales fuentes de recursos:
  - El cash-flow, es decir, los recursos generados por la explotación.
  - Nuevas aportaciones de capitales permanentes: aumento de capital, endeudamiento a largo plazo.
  - Recursos excepcionales (venta de activo fijo,...).
4. Otra fuente importante, que también separamos por sus características peculiares, son los recursos de tesorería.

A través de este planteamiento podremos estudiar la política de la empresa por lo que se refiere a la búsqueda y colocación de recursos, que se traducirá en un flujo de fondos generados por las decisiones financieras que se han tomado. De esta forma, podremos llegar a un diagnóstico sobre el carácter adecuado de esa política.

Hemos visto, en páginas anteriores, la importancia del fondo de maniobra, del capital de trabajo y la situación de tesorería, como conceptos básicos para analizar la situación financiera de una empresa. No es de extrañar, por tanto, que la idea del cuadro de financiación se aplique a los conceptos anteriores, en un intento de ilustrar de forma más clara sus variaciones.

---

De esta manera se puede disponer de una información más precisa para analizar los cambios en la situación financiera de una empresa durante un determinado período de tiempo.

La base de la versión del cuadro de financiación que venimos desarrollando reside en una clasificación y presentación adecuadas de las variaciones producidas durante el período, que pongan de manifiesto:

1. Los aumentos y disminuciones del fondo de maniobra y la radiación neta resultante (apartado **A** del cuadro de financiación).
2. Las variaciones habidas en el capital de trabajo (empleos y recursos cíclicos) y el saldo neto resultante (apartado **B** del cuadro).
3. La comparación de los totales obtenidos en los puntos **1 y 2** nos dará la variación neta de la situación de tesorería (apartado **C** del cuadro)
4. Las variaciones habidas en los recursos y empleos de tesorería y el saldo resultante.
5. La combinación de la variación neta de la situación de tesorería y el saldo obtenido en el punto **4** nos dará la variación neta del saldo de disponible durante el período analizado. Se puede verificar la exactitud de esta variación del disponible, restando el saldo inicial de disponible del saldo final (cifras del balance de situación).

La presentación de este esquema puede realizarse tal como se indica en el cuadro de la página siguiente.

Los datos que figuran en el cuadro de financiación se deducen, básicamente, de la comparación entre dos balances consecutivos, complementada por la información procedente de la cuenta de pérdidas y ganancias y el detalle de la distribución de beneficios.

## CUADRO DE FINANCIACION

<b>A) VARIACION DEL FONDO DE MANIOBRA</b>		
<b>(1) A partir de la explotación:</b>		
Beneficio neto del ejercicio	10.418	
(+) Amortizaciones	2.020	
(=) Fondos generados por las operaciones		12.438
(-) Dividendos		4.688
(=) Autofinanciación		7.750
<b>(2) Aumento de los capitales permanentes</b>		
Créditos a largo plazo	1.095	
(+) Aumento de capital		
(+) Ventas de activo fijo		
(=) Aumento capitales permanentes		1.095
<b>Incremento total del fondo de maniobra (1 + 2)</b>		8.845
<b>(3) Aplicaciones del fondo de maniobra</b>		
Incremento del activo fijo	5.406	
(+) Devolución créditos a L.P.	1.495	
(=) Total aplicaciones del fondo de Maniobra		6.901
<b>(4) Variación neta del Fondo de Maniobra (1 + 2 - 3)</b>		1.944
<b>B) VARIACION DEL CAPITAL DE TRABAJO</b>		
<b>(5) Aumento de los empleos cíclicos</b>		
Cuentas a cobrar	4.528	
(+) Existencias	-1.600	2.928
<b>(6) Aumento de los recursos cíclicos</b>		
Cuentas a pagar	-1.110	
(+) Pagos aplazados		-1.110
<b>(7) Variación neto del capital de trabajo (5 - 6)</b>		4.038
<b>C) VARIACION DE LA SITUACION DE TESORERIA</b>		
Variación neta del fondo de maniobra (4)	1.944	
(-) Variación neta del capital de trabajo (7)	4.038	
<b>(8) Variación de la situación de tesorería (4 - 7)</b>		-2.094
(-) Variación de los recursos de tesorería (recursos y activos financieros a corto plazo)		
<b>(=) Variación del saldo de tesorería</b>		-2.094

---

Aunque, evidentemente, la preparación de este esquema es más compleja, la información para el análisis financiero es mucho más precisa y elaborada. Por ejemplo, pensemos solo en el análisis de la situación de tesorería. Tal como se ha indicado al presentar los conceptos básicos del flujo de fondos, a través del análisis realizado se podrá observar perfectamente:

- a) Los factores que originan las necesidades de tesorería (evolución del fondo de maniobra y de las necesidades de capital de trabajo y su relación mútua).
- b) Como se descubren estas necesidades a través de la utilización de los recursos de tesorería existentes.
- c) El equilibrio final al que se llega, con la evolución consiguiente del nivel de disponible.

Hay que destacar que a partir de esta idea central pueden darse numerosas variaciones en función de la información disponible, (que puede ser muy distinta según se trate de un análisis externo o realizado en el interior de la empresa) y de la finalidad del análisis.

---

## **VII. ANALISIS DEL RESULTADO ECONOMICO DE LAS OPERACIONES**

En este apartado enfocamos el estudio de los componentes operativos de una empresa a través del análisis de la cuenta de resultados. Tres aspectos básicos configuran este estudio:

- Ordenación adecuada de la cuenta de resultados.
- Análisis de su estructura.
- Análisis global de su evolución a lo largo del tiempo, o en comparación con una cifras previstas (presupuesto), para determinar y cuantificar los factores que han motivado las posibles variaciones.

### **1. Ordenación de la cuenta de resultados**

Cuando presentamos el contenido de la cuenta de resultados incluimos una ordenación basada en la naturaleza de sus componentes. Hay que considerar la posibilidad de otras presentaciones que permitan una información mas adecuada a efectos de gestión.

A este respecto, habrá de tenerse en cuenta que los costes se pueden clasificar en:

- Costes variables (o proporcionales) y costes fijos.
- Costes directos e indirectos.

En base al planteamiento de los costes variables y fijos se puede confeccionar una cuenta de resultados que destaca, por un lado, el concepto de margen de contribución, y por otro, el volumen de gastos fijos, a efectos de analizar su estructura.

En la página siguiente se presenta un modelo de la cuenta de resultados que permite el análisis de su estructura.

---

## **CUENTA DE RESULTADOS**

**(presentada en base al planteamiento de los costes variables o “direct costing”)**

### **VENTAS BRUTAS**

Menos:            Devoluciones  
                      Descuentos

### **VENTAS NETAS**

Menos:            Coste variable de fabricación

### **MARGEN BRUTO DE FABRICACION**

Menos:            Coste variable comercial

### **MARGEN BRUTO COMERCIAL**

Menos:            Gastos fijos de fabricación  
                      Gastos fijos comerciales  
                      Gastos fijos de administración

### **RESULTADO DE EXPLOTACION**

Menos:            Cargas financiera  
±                    Resultados extraordinarios

### **RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS**

Menos:            Impuestos

### **RESULTADO NETO**

Con frecuencia, se utiliza la combinación de los conceptos de coste variable y fijo, costes directos e indirectos para confeccionar cuentas de resultados mas detalladas, por ejemplo a nivel de: divisiones; líneas de productos; zonas de venta; tipos de clientes.

De esta forma puede analizarse el crecimiento, rentabilidad y potencial de cada actividad. En la mayoría de los casos, cada una de estas actividades tiene sus propios gastos fijos directamente asignables. Por consiguiente, si destacamos en primer lugar los costes variables, podremos calcular el margen bruto que será la aportación de la actividad para cubrir, en primer lugar, sus propios gastos fijos o de estructura, Una vez se hayan deducido estos gastos fijos del margen bruto, obtendremos la contribución marginal necesaria para cubrir los gastos fijos comunes y el beneficio. De esta manera se puede conocer con precisión el interés que ofrece cada actividad.

Al mismo tiempo, podrá controlarse la evolución de los costes variables en función directa de la causa de sus variaciones, es decir, los diferentes volúmenes de actividad. Los costes fijos se relacionarán con los posibles cambios en la organización estructural de la empresa, con la evolución de los precios y, en último término, para conocer la parte del margen bruto que absorben.

Seguidamente se presenta, a modo de ejemplo, un modelo de esta cuenta.

### CUENTA DE RESULTADOS POR GRUPOS DE PRODUCTOS

CONCEPTOS		GRUPO DE PRODUCTOS 1	GRUPO DE PRODUCTOS 2	GRUPO DE PRODUCTOS 3	TOTAL
	<b>VENTAS NETAS</b>				
Menos:	Coste variable de fabricación				
	<b>MARGEN BRUTO FABRICACION</b>				
Menos:	Coste variable comercial				
	<b>MARGEN BRUTO COMERCIAL</b>				
Menos:	Gastos directos de fabricación				
	Gastos directos comerciales				
	Gastos directos de administración				
	<b>MARGEN DE CONTRIBUCION</b>	XX	XX	XX	XXX
Menos:	Gastos fijos comunes				XX
	<b>RESULTADO DE EXPLOTACION</b>				X

---

## **2. Análisis de los elementos que componen la cuenta de resultados y su evolución**

El análisis de la cuenta de resultados consiste en interpretar adecuadamente la evolución de las partidas que la componen y, de esta forma poder:

- Analizar las causas de las variaciones de la cifra de beneficios.
- Prever cómo evolucionarán las diferentes partidas de cara al resultado futuro de la explotación para, a partir de aquí, deducir las posibles medidas a tomar.

El instrumento básico de análisis es la composición porcentual de la cuenta de resultados que expresa la relación existente, indicada en %, entre cada una de las partidas y la cifra de ventas.

Los conceptos básicos a analizar son los siguientes:

- La evolución de las ventas.
- El coste de las ventas y el correspondiente margen bruto.
- El peso relativo de los gastos fijos (o de estructura) sobre las ventas y su evolución.
- Lo mismo referido a las cargas financieras.
- El beneficio neto.

### **2.1 Análisis de las ventas**

Es muy útil, si se dispone de información suficiente, situar la empresa dentro del sector (cuota de mercado); esto permitirá determinar si la empresa tiene el tamaño suficiente para competir y evolucionar positivamente.

Es necesario conocer si la empresa está en expansión (fuerte o débil); si sigue una evolución ligada al desarrollo económico general, o si pertenece a un sector en declive.

Si la empresa trabaja con diferentes líneas de productos, es necesario detallar la composición de las ventas para destacar las principales fuentes de ingresos y analizar su evolución. Este análisis puede hacerse calculando la composición porcentual de la cifra de ventas por productos mediante números-índice o a través de una representación gráfica.

---

## 2.2 Análisis del coste de las ventas y del margen bruto

El porcentaje de margen bruto es un ratio operativo muy importante, pues en muchas empresas el coste de los productos vendidos representa la parte más cuantiosa del coste total del producto.

En el análisis del margen bruto hay que resaltar dos aspectos principales:

- El análisis de la evolución del margen bruto, especialmente pensando en la capacidad de la empresa para controlarlo.
- El análisis de los factores que intervienen en la variación del margen bruto. El margen bruto es el resultado de la relación entre los precios de venta, los costes de fabricación y el nivel de actividad. Por lo tanto, una variación en el margen bruto puede ser una combinación de cambios en los tres aspectos mencionados.

La interpretación de las conclusiones de este análisis debe permitir indentificar los principales factores responsables de las variaciones y una evaluación de las razones de los cambios. Por ejemplo, la situación puede ser muy distinta si la disminución en el margen se debe a una baja de los precios de venta debido a un aumento de la competencia, de la capacidad sobrante en el sector, o a un aumento de los costes internos. Por ello, este análisis debe centrarse también en las principales **áreas de actividad mejorables** (volumen, precio, coste).

## 2.3 Análisis de los gastos fijos o de estructura

Este apartado implica:

- El análisis de su relación con las ventas para conocer la parte que absorben.
- El análisis de su tendencia de crecimiento. Este crecimiento puede ser de forma gradual (crecimiento vegetativo) o debido a cambios en la dimensión u organización estructural de la empresa.

Esta visión global e concreta en el análisis de determinados costes que pueden ser fundamentales según la actividad de la empresa. Por ejemplo.

- Los gastos de mantenimiento y reparaciones en las empresas de transporte.
- Los gastos de publicidad en el sector de detergentes o de las bebidas refrescantes.
- Los gastos de franqueo o teléfono en una empresa de venta o publicidad por correo o de marketing telefónico.

Se trata, en definitiva, de poner en evidencia las partidas de coste más importantes y sobre las que pueden plantearse decisiones relevantes que permitan una mejora apreciable en el resultado económico.

---

## 2.4 Análisis de los gastos financieros

Aplicando el mismo criterio que para los gastos fijos, mediremos la incidencia que tiene el empleo de la financiación ajena sobre los resultados así como su evolución a lo largo del tiempo. Una relación interesante es la llamada **cobertura del servicio de la deuda**. Se trata del cociente entre el beneficio de explotación (beneficio antes de intereses e impuestos) y la cifra de intereses. Considerando que el beneficio de explotación debe ser una fuente básica de fondos para cubrir el “servicio” de la deuda, dicho cociente nos indica el número de veces de cobertura de la carga financiera por parte del beneficio de explotación. Cualquier cambio significativo en esta proporción indicará una variación en el nivel de riesgo existente.

Un análisis de cobertura también utilizado relaciona el cash-flow de la empresa antes de intereses e impuestos con el desembolso total originado por la deuda (intereses mas devolución del principal).

## 2.5 Análisis del resultado neto

Por un lado, su evolución queda explicada por el análisis de las partidas de coste anteriores.

Por otro, se mide su relación con la cifra de ventas. Índice muy importante al ser el último nivel del análisis y que, por tanto, expresa la productividad final del nivel de actividad desarrollado durante el período correspondiente. Este índice reflejará, en último término, la capacidad de gestión desde un punto de vista económico para seguir, a través de las ventas:

- La recuperación del coste de los productos vendidos o los servicios prestados.
- La cobertura de los costes de estructura de la empresa.
- La cobertura del coste de financiación utilizada.
- La obtención de un margen neto adecuado.

Esta relación entre el resultado neto y las ventas indica básicamente la efectividad de las operaciones a través de la perspectiva precio/coste. Como veremos en el apartado siguiente, los conceptos de rendimiento y rentabilidad nos darán una perspectiva mas significativa al relacionar el resultado con los recursos utilizados (en términos de inversión y financiación) para obtenerlo.

Finalmente, indicar la conveniencia de analizar por separado el resultado antes de intereses e impuestos (resultado de explotación) y el resultado neto final (después de intereses e impuestos). El resultado de explotación mide, de forma específica, el resultado propio de la actividad industrial y comercial de la empresa, sin interferencia de la estructura financiera utilizada (que constituye otra dimensión a analizar). La diferencia entre el resultado de explotación y el resultado neto final reflejará:

- El impacto de la financiación sobre el resultado económico a través de las cargas financieras.
- La incidencia impositiva.
- La posible existencia de ingresos y/o gastos atípicos o extraordinarios.

---

### 3. Análisis económico. Los conceptos de rendimiento y rentabilidad

#### Concepto de rendimiento

Aún cuando la cifra de beneficios es una medida importante de la actividad realizada, no constituye, por sí sola, una medida de síntesis global, pues para tenerla, es necesario relacionar los beneficios con la **inversión** necesaria para obtenerlos. En este sentido, la relación entre la cifra de beneficios y el capital invertido para crear esos beneficios es una de las medidas más válidas y ampliamente utilizadas.

Tenemos pues el concepto de rendimiento expresado así:

$$\frac{\textit{Beneficio antes de intereses e impuestos}}{\textit{Activo total}}$$

Esta medida nos da el grado de eficacia operativa de todos los bienes y derechos que constituyen el patrimonio de la empresa, o lo que es lo mismo, de todos los recursos comprometidos en la empresa prescindiendo de la procedencia de estos recursos (deuda o fondos propios). Precisamente, para evitar la incidencia del aspecto financiero, se utiliza el beneficio antes de intereses.

Con mucha frecuencia se utiliza esta medida para evaluar las operaciones individuales dentro de un grupo de empresas o de una organización divisional. En esta estructura, el responsable de la división tiene una influencia decisiva sobre los recursos utilizados por la división, mientras que es muy posible que no intervenga o lo haga poco en la financiación, que se gestiona de forma centralizada.

Para que el porcentaje de rendimiento o de rentabilidad sea más significativo debe utilizarse el promedio de inversión total o de fondos propios del período, en lugar de la cifra de final del ejercicio.

#### Análisis e interpretación del rendimiento

$$\frac{\textit{Beneficio Neto}}{\textit{Activo}} = \frac{\textit{B}^\circ \textit{ Neto}}{\textit{Ventas}} \times \frac{\textit{Ventas}}{\textit{Activo}}$$

O lo que es igual:

<b>RENDIMIENTO = MARGEN SOBRE VENTAS x ROTACION DE ACTIVO</b>
---

---

Esta ecuación nos indica que hay dos formas de aumentar el rendimiento:

- Aumentando el margen de beneficio, es decir, obteniendo más margen por cada unidad monetaria de venta.
- Aumentando la rotación del activo, lo que a su vez puede conseguirse de dos formas:
  - o Generando más ventas con la misma inversión.
  - o Reduciendo la inversión para un determinado nivel de actividad.

**Consideremos el siguiente ejemplo:**

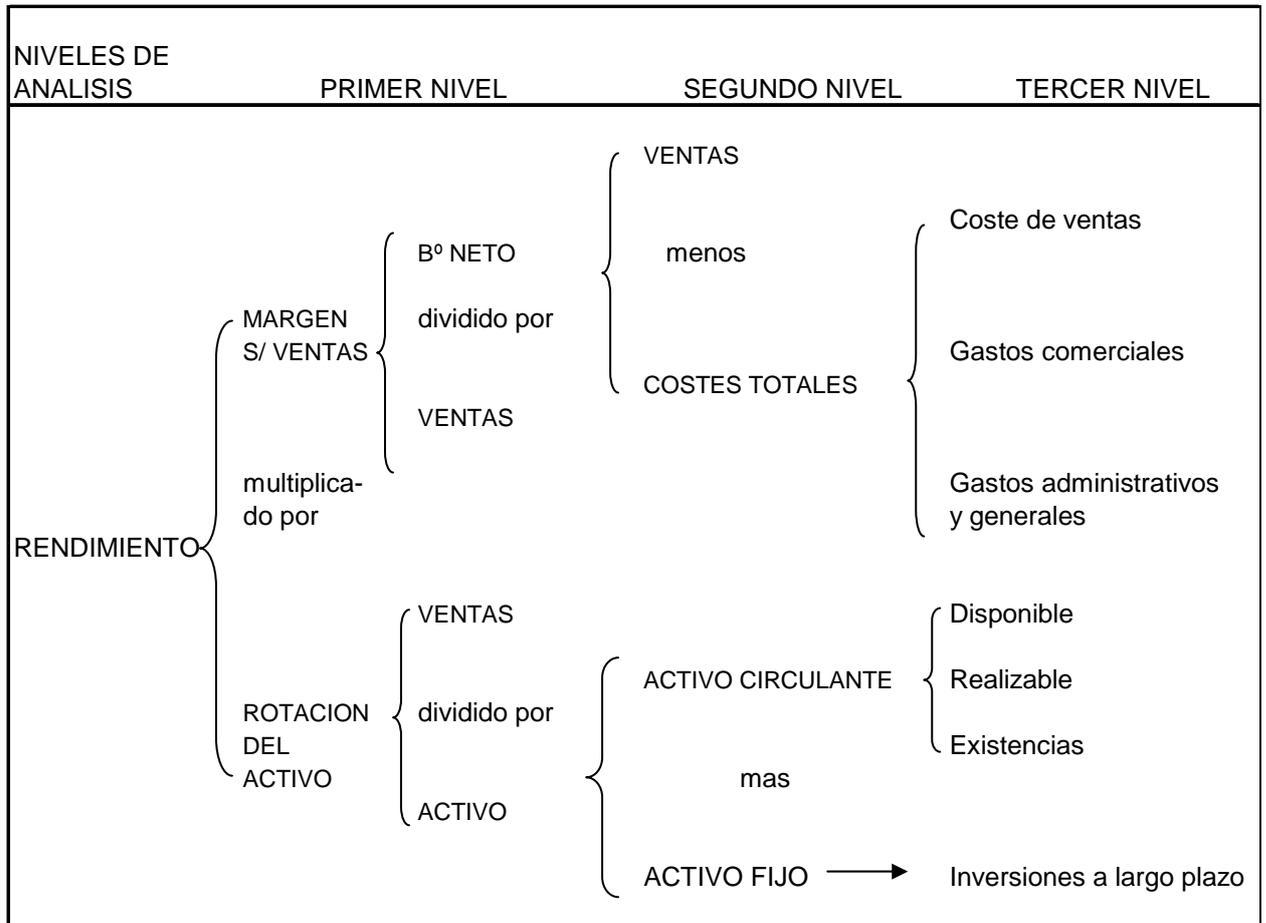
CONCEPTOS	EMPRESA X	EMPRESA Y	EMPRESA Z
1. Ventas	5.000.000	10.000.000	10.000.000
2. Beneficio neto	500.000	500.000	100.000
3. Activo total	5.000.000	5.000.000	1.000.000
4. B° en % s/ventas (2 : 1)	10%	5%	1%
5. Rotación de Activo (1 : 3)	1	2	10
6. Rendimiento del activo (4 x 5)	10%	10%	10%

La empresa **X** obtiene un rendimiento del 10 % a través de un beneficio sobre ventas relativamente alto y una rotación muy pequeña de su activo. La empresa **Z** representa el caso opuesto: su beneficio sobre ventas es muy pequeño pero en cambio tiene una rotación muy elevada de su activo. La empresa **Y** se sitúa a mitad de camino entre ambas posiciones. Naturalmente, en la práctica pueden existir una gran variedad de combinaciones y, en este sentido, es necesario conocer la estructura del sector industrial (margen sobre ventas, nivel de inversión en activos fijos y circulantes) antes de juzgar los ratios de una empresa o hacer comparaciones entre empresas.

Puede parecer que al desglosar el rendimiento en los dos conceptos señalados nos encontramos con dos variables independientes (rentabilidad de las ventas y rotación del activo). En realidad no es así. Son dos variables dependientes. Si una empresa está consiguiendo una mejora notable de su rotación gracias a un incremento de su actividad, es muy probable que a la vez consiga aumentar su margen sobre ventas gracias a un mejor aprovechamiento de los gastos de estructura, pues dentro de ciertos niveles actividad, estos gastos se incrementan proporcionalmente menos que las ventas.

A partir de este primer nivel del concepto de rendimiento puede buscarse una descomposición más detallada que permita el análisis individual de los diferentes factores incluidos en esta medida. Al mismo tiempo, podremos disponer de un conjunto de índices relacionados con las responsabilidades de los diferentes directivos, lo que permitirá evaluar las consecuencias económico-financieras de sus decisiones. Esta es la idea central del sistema de relaciones que presentamos a continuación.

## DESARROLLO DEL CONCEPTO DE RENDIMIENTO



En la parte superior del esquema tenemos el análisis del resultado económico, que se planteará tal como hemos indicado en el capítulo anterior.

El concepto de rotación de activo lo tenemos aquí desglosado en sus dos componentes: circulante y fijo. En el activo circulante nos encontramos con la inversión en capital de trabajo. La rotación podremos medirla a través de los ratios de rotación presentados en el análisis de la liquidez a corto plazo (rotación de existencias, plazo de cobro de las cuentas a cobrar y días de venta que supone el nivel del disponible).

Con respecto a la rotación del activo fijo, aunque con una perspectiva a largo plazo es una relación lógica y útil, conviene tener en cuenta que a corto plazo puede mostrar numerosas distorsiones debidas, por ejemplo, a nuevas inversiones (los incrementos de activo fijo no suelen producirse de forma gradual, sino en determinados momentos), a un posible exceso de capacidad en algunas épocas, a un equipo industrial muy antiguo, etc.

Este análisis del rendimiento no solo tiene utilidad para estudiar una situación pasada, sino también para evaluar las posibles alternativas futuras de una empresa para mejorar su rendimiento. Es decir, el análisis del rendimiento de una empresa puede poner de manifiesto sus puntos débiles y fuertes.

---

## La rentabilidad de los capitales propios

Acabamos de ver la importancia del rendimiento como medida de la eficacia de la totalidad de los recursos invertidos en la empresa. Sin embargo, desde el punto de vista de los propietarios es de primordial interés el mismo concepto de rendimiento pero aplicado a los capitales que ellos han invertido realmente en la empresa.

Surge así el concepto de **rentabilidad de los capitales propios**:

$$\frac{\text{Beneficio neto (deducidos los intereses)}}{\text{Capitales propios}}$$

que podemos desglosar en sus dos componentes:

$$\frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Cap. Propios}} = \frac{\text{B}^\circ \text{ Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Cap. propios}}$$

o lo que es igual:

<b>RENTABILIDAD = MARGEN SOBRE VENTAS x ROTACION DE LOS CAP. PROPIOS</b>
--

La diferencia entre el rendimiento y la rentabilidad está en que una parte de los bienes invertidos en el Activo está financiada por acreedores o prestamistas que perciben, generalmente, un interés fijo por su capital. Este interés fijo es diferente de la tasa de rendimiento conseguida por los activos que financian, y esto proporciona un margen de diferencia generalmente favorable para los propietarios de la empresa

Es preciso destacar también la utilidad del concepto de rotación de los capitales propios, pues a veces no se le da la relevancia que tiene. Por ejemplo, algunas empresas del sector de la distribución obtienen resultados excelentes fijando como objetivo de su política general la mejora de la velocidad de rotación de sus capitales. Estas empresas (hipermercados y tiendas de descuento) basan su política comercial en unos márgenes muy pequeños que permiten un elevado volumen de las ventas y el incremento de la cifra de beneficios, sin que por ello sea necesario aumentar los capitales propios. Tal es el caso de una empresa de este sector que con un beneficio sobre ventas de tan solo el 2%, consiguió una rotación de los capitales propios del 22. Esto le supuso una rentabilidad del 46%.

A pesar de lo que acabamos de exponer, es preciso matizar la importancia de la rentabilidad.

- Un nivel elevado de rentabilidad no siempre es un indicador automático de una buena gestión o de una situación financiera adecuada. Puede ser consecuencia de un nivel de endeudamiento elevado, incluso excesivo.
- A la inversa, una rentabilidad baja tampoco es siempre un signo de una gestión defectuosa y de una capacidad débil de expansión. Puede ser consecuencia de las características de determinados sectores que, por ejemplo, necesitan un elevado nivel de capitales propios.

Otra forma muy utilizada de expresar la rentabilidad, es el concepto de **beneficio por acción**. Se trata simplemente de la relación entre el beneficio neto y el número de acciones en circulación, indicando, por lo tanto, las unidades monetarias de beneficio que corresponden a cada acción. Este ratio tiene gran aplicación en el análisis de las sociedades que cotizan en Bolsa y en el estudio de posibles alternativas de financiación (calculando el impacto de cada una de ellas a través del beneficio por acción resultante):

Finalmente, la rentabilidad líquida para el accionista se mide a través del concepto de **dividendos por acción**.

## Análisis de la relación entre rendimiento y rentabilidad

El punto de partida será la obtención de la fórmula de la rentabilidad a partir del concepto de rendimiento. Para el desarrollo de las diferentes fórmulas se utilizará la siguiente nomenclatura:

F P: Fondos Propios

B A I T: Beneficio Antes de Intereses e Impuestos

B A T: Beneficio antes de impuestos

B D T: Beneficio después de impuestos

### Desarrollo de la fórmula de rentabilidad:

$$RENDIMIENTO = \frac{BAIT}{ACTIVO} = \frac{BAIT}{VENTAS} \times \frac{VENTAS}{ACTIVO} \quad (1)$$

Multiplicando la expresión del rendimiento por dos cocientes iguales a la unidad tenemos:

$$RENDIMIENTO = \frac{BAIT}{ACTIVO} \times \frac{FP}{FP} \times \frac{BAT}{BAT} \quad (2)$$

Cambiando de lugar los términos de la expresión, nos queda:

$$RENDIMIENTO = \frac{BAT}{FP} \times \frac{FP}{ACTIVO} \times \frac{BAIT}{BAT} \quad (3)$$

---

La primera relación de la fórmula es, precisamente, la rentabilidad. Despejando la rentabilidad, obtendremos:

$$RENTABILIDAD \frac{BAT}{FP} = RENDIMIENTO \times \frac{ACTIVO}{FP} \times \frac{BAT}{BAIT} \quad (4)$$

Sustituyendo el Rendimiento por su expresión desarrollada en (1), tenemos.

$$RENTABILIDAD \frac{BAT}{FP} = \frac{BAIT}{VENTAS} \times \frac{VENTAS}{ACTIVO} \times \frac{ACTIVO}{FP} \times \frac{BAT}{BAIT} \quad (5)$$

Finalmente, si queremos referirnos a la rentabilidad neta, después de impuestos, obtendremos el desarrollo total del concepto de rentabilidad:

$$RENTABILIDAD \frac{BAT}{FP} = \frac{BAIT}{VENTAS} \times \frac{VENTAS}{ACTIVO} \times \frac{ACTIVO}{FP} \times \frac{BAT}{BAIT} \times \frac{BDT}{BAT} \quad (6)$$

### Desarrollo conceptual de la fórmula

La fórmula (6) nos indica que la situación de rentabilidad de una empresa y su evolución, podemos explicarla y analizarla mediante cuatro conceptos básicos:

- a. El Resultado de Explotación, expresado en % sobre las ventas (margen) que viene dado por la relación:

$$\frac{BAIT}{VENTAS}$$

- b. La rotación del Activo:

$$\frac{VENTAS}{ACTIVO}$$

- c. El Factor de Apalancamiento que, a su vez, depende del producto de dos cocientes:

$$\frac{ACTIVO}{FP} \times \frac{BAT}{BAIT}$$

(este concepto se ampliará posteriormente)

---

d. La incidencia impositiva. Expresada por la siguiente relación:

$$\frac{BDT}{BAT}$$

La simple observación de estos cuatro conceptos permite constatar que nos encontramos ante las magnitudes económico-financieras más importantes en relación con la marcha de la empresa:

- 1) El Resultado de Explotación, que nos indica la eficiencia de las operaciones a través de la perspectiva **precios de venta – nivel de actividad – costes**. En definitiva, esta medida permite apreciar la eficiencia de la política comercial (volumen de ventas y márgenes brutos), de la actividad de fabricación (coste de los productos vendidos) y el nivel adecuado de la estructura de la empresa.
- 2) La Rotación del Activo, que expresa el aprovechamiento dado a la inversión necesaria (activo) para obtener un determinado nivel de actividad (ventas)
- 3) El Rendimiento, como producto de los dos términos anteriores. Es una medida de síntesis que indica el grado de eficiencia operativa o económica de todos los recursos invertidos en la empresa. Al mismo tiempo, es un indicador del riesgo económico de la explotación.
- 4) El Efecto de Apalancamiento, que indica como la rentabilidad de los fondos propios puede potenciarse mediante un uso adecuado de los capitales ajenos (endeudamiento). Por tanto, expresa un efecto económico (la posible ampliación de la rentabilidad a partir del rendimiento) y, al mismo tiempo, el concepto de riesgo financiero (unido al nivel de endeudamiento y a la relación entre el beneficio y el coste de la financiación externa utilizada):
- 5) La incidencia impositiva, que expresa el efecto de la política fiscal sobre la empresa.
- 6) La Rentabilidad, que desde el punto de vista de los propietarios, refleja la eficiencia global de las operaciones (integrando la perspectiva económica y la financiera).

Podemos concluir, por tanto, que la expresión de la rentabilidad a través de sus componentes, tal como figura en la fórmula (6), permite una visión completa y, al mismo tiempo, sintética de las magnitudes económico-financieras más importantes, constituyendo un instrumento muy útil en el análisis financiero de una empresa.

## **Análisis del efecto de apalancamiento**

Tal y como hemos visto en las fórmulas anteriores, el efecto de apalancamiento es el producto de dos elementos:

4. **El nivel de utilización de los capitales ajenos**, expresado mediante la relación  $\frac{Activo}{FP}$ . Esto nos indica que, a menos que el endeudamiento sea nulo (en cuyo caso el cociente sería 1), a medida que utilizamos una mayor financiación ajena, la proporción correspondiente a los fondos propios será menor, y el valor del cociente irá aumentando. Por lo tanto, al aumentar el endeudamiento, la rentabilidad se irá ampliando con respecto al rendimiento sobre el activo total. Sin embargo, este efecto positivo se ve compensado por la influencia inversa del segundo componente del efecto de apalancamiento.
5. **La elación entre el resultado de explotación y el coste de los capitales ajenos utilizados**, expresada mediante el cociente  $\frac{BAT}{BAIT}$ .

A medida que utilizamos una mayor proporción de capitales ajenos, mayor será el nivel de las cargas financieras y, por lo tanto, el **BAT** irá disminuyendo, mientras que el **BAIT** permanece invariable (supuesto el mismo nivel de actividad y la misma eficiencia operativa). El valor del cociente va disminuyendo, reduciendo el nivel de rentabilidad con respecto al rendimiento. Es un efecto negativo que juega en sentido opuesto al efecto positivo del nivel de utilización de capitales ajenos.

La relación entre ambos elementos puede apreciarse mejor en el siguiente esquema:

A mayor endeudamiento:	$\frac{ACTIVO}{FP}$	Se amplía la rentabilidad	¿CUALI ES EL EFECTO GLOBAL?
Pero, al mismo tiempo:	$\frac{BAT}{BAIT}$	Reduce la rentabilidad	
Y viceversa:			
A menor endeudamiento:	$\frac{ACTIVO}{FP}$	Se reduce la rentabilidad llegando al valor mínimo de 1 en caso de no endeudamiento	¿CUAL ES EL EFECTO GLOBAL?
Pero, al mismo tiempo:	$\frac{BAT}{BAIT}$	El cociente se acerca al valor 1 máximo que puede alcanzar en caso de no endeudamiento	

El impacto global de la utilización de los capitales ajenos dependerá del producto de ambos elementos, de forma que a cualquier nivel de endeudamiento, la disminución del resultado económico  $BAT/BAIT$  tiene que estar más que compensada por el aumento del apalancamiento  $ACTIVO/FP$ , para que el producto sea mayor que la unidad, en cuyo caso, la rentabilidad será superior al rendimiento y podremos decir que el efecto de apalancamiento es favorable.

---

## Segundo planteamiento del efecto de apalancamiento

Como ya hemos apuntado, la utilidad del planteamiento anterior reside, básicamente, en la descomposición del concepto de rentabilidad en sus componentes básicos, lo que permite una visión completa y sintética muy ventajosa para el análisis financiero de una empresa. Pero para el análisis concreto del efecto de apalancamiento se considera que es más útil el desarrollo que se expone a continuación, en el que se compararán el rendimiento y la rentabilidad desde otra perspectiva.

A efectos de simplificación, vamos a trabajar antes de impuestos y, por tanto, nos referiremos a la rentabilidad antes de impuestos.

La nomenclatura y desarrollo de las diversas fórmulas, son las siguientes:

RT: Rentabilidad

RE: Rendimiento

B : Beneficio de Explotación (antes de impuestos)

I : % de coste promedio de todos los capitales ajenos

A partir de la expresión de rendimiento

$$RE = \frac{B}{CA + FP (ACTIVO)}$$

Podemos expresar:  $B = RE (CA + FP)$

Por otro lado, la carga financiera será igual a  $I \times CA$

Sabemos que la rentabilidad es igual a:

$$RT = \frac{B - INTERESES}{FP}, \text{ sustituyendo } = \frac{RE (CA + FP) - I \times CA}{FP}$$

Como nos interesa analizar la relación entre RT y RE hacemos:

$$RT - RE = \frac{RE (CA + FP) - I \times CA}{FP} - RE$$

Multiplicamos el segundo término de la sustracción por FP/FP para igualar denominadores

$$RT - RE = \frac{RE \times CA + RE \times FP - I \times CA}{FP} - \frac{RE \times FP}{FP}$$

Esta expresión nos indica que la diferencia entre la rentabilidad y el rendimiento depende de dos factores:

---

**CA/FP**, que es la expresión del concepto de endeudamiento.

**RE - I**, que es la diferencia entre los valores del rendimiento del activo y el coste de los capitales ajenos.

Puesto que el cociente **CA/FP** no puede ser nunca negativo (su valor mínimo será cero en el caso de que no haya endeudamiento y en esta situación, lógicamente, **RT = RE**), su efecto es el de ampliar el resultado – positivo o negativo – de la diferencia entre **RE e I**.

Por lo tanto:

- Si el rendimiento (**RE**) es superior al coste de la financiación ajena (**I**), la Rentabilidad será mayor que el Rendimiento y el apalancamiento será positivo. El grado de apalancamiento dependerá del nivel de endeudamiento y de la diferencia entre **RE e I**.
- Si el rendimiento es inferior al coste de la financiación ajena, la Rentabilidad será menor que el Rendimiento y el apalancamiento será negativo. El grado de apalancamiento dependerá del nivel de endeudamiento y de la diferencia entre **I y RE**.
- Si el rendimiento es igual al coste de la financiación ajena, su diferencia será cero y, por lo tanto, la Rentabilidad será igual al Rendimiento, es decir, no habrá apalancamiento. Es otra forma - quizás mas clara – de ver que un efecto de apalancamiento positivo no depende solo de la utilización de capitales ajenos (nivel de endeudamiento) sino que básicamente está en función de la diferencia entre el rendimiento obtenido y el coste de la financiación ajena utilizada. Esta diferencia – positiva o negativa – es ampliada (o potenciada) por el nivel de endeudamiento.

Este planteamiento nos permite definir el efecto de apalancamiento como el aumento (o disminución) mas que proporcional de la rentabilidad sobre los capitales propios, en la medida en que, utilizando capitales ajenos para financiarse, el rendimiento sobre la inversión sea mayor (o menor) que el coste del endeudamiento.

---

## **BIBLIOGRAFIA**

BERNSTEIN, L. A. Análisis de Estados Financieros. Ed. Deusto.

DAVIES, D. Como interpretar las finanzas de la empresa. Ed. Deusto.

FERNANDO BECKER GOMEZ. Análisis de Balances y Cuentas de Resultados.

J.L. URQUIJO, OCHOA, OYAZABAL, UROZ. Planificación financiera de la empresa. Ed. Deusto.

DEFOSSE, GASTON. La gestión financiera de las empresas. Colección DEMOS. Ed. Ariel.

MASSONS, JOAN. Finanzas. Diagnóstico y Panificación a corto plazo. Ed. Hispano-Francesa.

E.y J. PEREZ CARBALLO Y E. VELA S. Gestión financiera de la empresa. Ed. Alianza.

SMITH, KEITH V. Guía del capital circulante. Ed. Deusto.

ANDRES S. SUAREZ SUAREZ. Economía financiera de la empresa. Ed. Pirámide.



---

© Instituto Europeo de Gestión Empresarial-2007