

Alvaro Cuervo
Pedro Rivero
*Catedráticos
de la Universidad
Complutense de Madrid*

EL ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA

1. *Introducción.*—2. *Bases para el análisis financiero:*
 - 2.1. Estudio de la rentabilidad.—2.2. Análisis de la solvencia.
 - 2.3. Análisis de la estabilidad de la estructura financiera.
3. *La metodología del análisis financiero. Unas consideraciones.*

1. INTRODUCCIÓN

LA complejidad creciente de la gestión empresarial exige que ésta sea juzgada a partir del análisis económico-financiero de un sistema de variables, cuya conjunción define el éxito de la empresa y la eficacia de sus dirigentes, al mismo tiempo que informa sobre su futuro y su «valor» en el mercado.

Todo el análisis económico-financiero debe plantearse sobre la base de considerar la empresa como una «unidad de producción en funcionamiento», lo cual lleva a su vez a la necesidad de tener presente de forma explícita o implícita el flujo de valores correspondientes a la actividad que realiza y esto sea cual fuere el método de análisis que se utilice, ya que, en definitiva, lo único que no puede nunca perderse de vista es el hecho de que se estará analizando la «gestión» y sus «resultados», correspondientes a un ente en continua actividad.

En el sentido anterior, los modelos simplificados que se emplean en el análisis (*ratios*, relaciones, etc.), que más adelante se comentan, deben ser capaces de ofrecer una información síntesis que, partiendo

de la información básica disponible, permitan acercarse al conocimiento de cómo se han producido esos movimientos de valores, cómo es previsible que se comporten en el futuro y cuáles son los efectos de estas actuaciones sobre el resultado de la gestión y su estabilidad y sobre el «valor de la empresa».

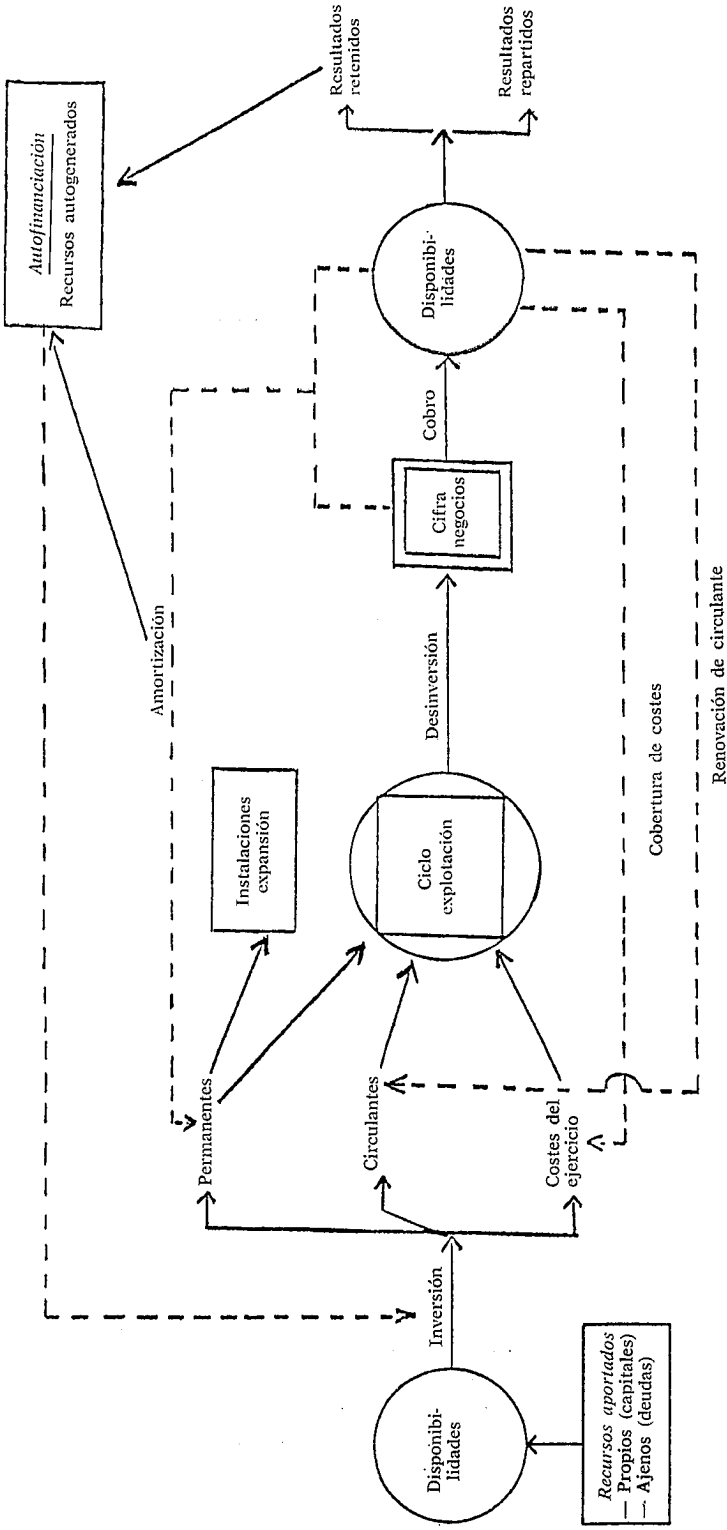
El proceso económico que subyace en cualquier proceso productivo es un ciclo disponibilidad-inversión-disponibilidad, al cual se aplican todos los esfuerzos productivos para la consecución de los objetivos de la empresa y entre ellos el principal: transformar en «disponibilidad incrementada», lo que en su origen fue «disponibilidad inmovilizada o invertida», de forma que el ciclo completo puede representarse en forma esquematizada, como se hace en el gráfico número 1.

A su vez, la información básica responde a la estructura del ciclo productivo completo y debe ser clasificada de forma que se distinga principalmente la que conforma la «capacidad» de funcionamiento y lo que configura la actividad o funcionamiento propiamente dicho.

En el gráfico número 2, y en base a datos de la Contabilidad, se establece sintéticamente la estructura funcional de dicha información indicando lo que son fondos estables que conforman la capacidad de funcionamiento, los fondos o volúmenes alcanzados durante un período mediante la rotación operada durante el período y el sentido de los flujos principales en que se concreta dicha actividad.

Sobre estos esquemas de planteamiento básico y en base al sistema informativo general de la empresa, pueden entonces establecerse relaciones y *ratios* parciales que concreten la evolución y comparen en un conjunto coordinado la visión global del proceso productivo y el análisis económico-financiero de los objetivos perseguidos.

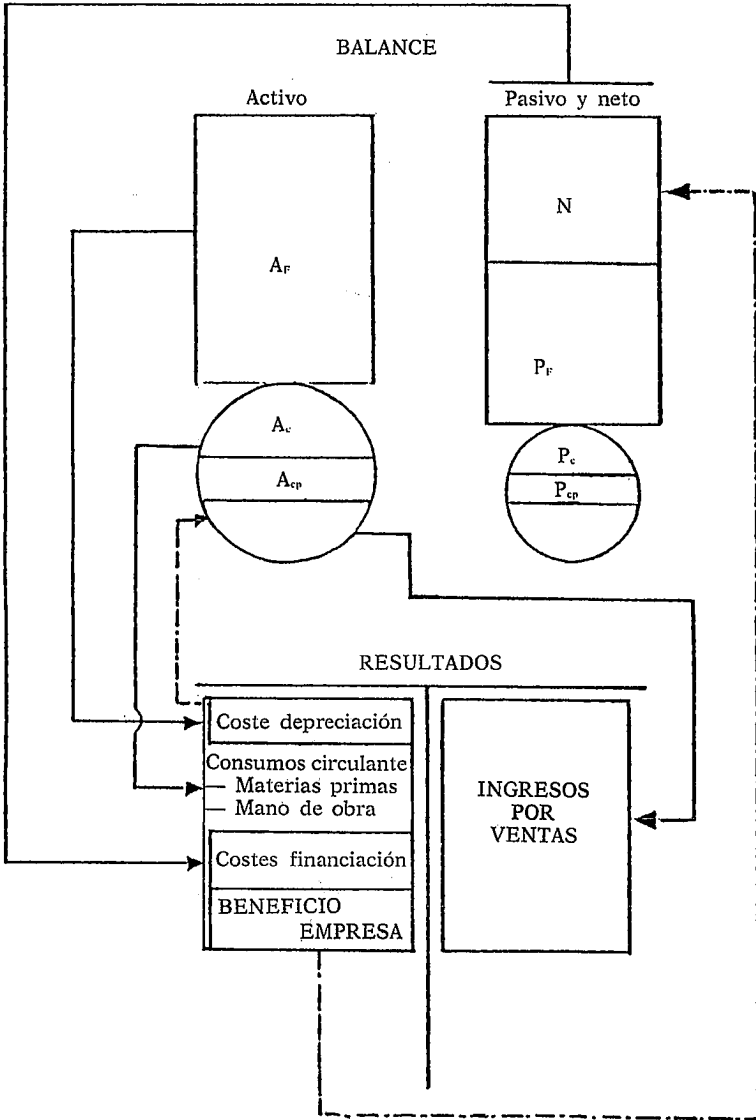
GRÁFICO 1



→ Proceso de inmovilización de inversiones.

- - - Proceso de liquidación de inversiones y nuevas inmovilizaciones.

GRÁFICO 2



- A_F = Activo fijo
- A_{cp} = Activo circulante permanente
- A_c = Activo circulante
- N = Neto
- P_F = Pasivo fijo
- P_{cp} = Pasivo circulante permanente
- P_c = Pasivo circulante

- > Flujos de costes e ingresos
- > Flujos internos de recursos autogenerados

En balance ... { Fondos permanentes
 Fondos y volúmenes circulantes

2. BASES PARA EL ANÁLISIS FINANCIERO

La base del análisis económico-financiero está en la cuantificación del binomio rentabilidad-riesgo, por lo que el mismo se presenta con una triple funcionalidad: *a)* análisis de la rentabilidad de la empresa; *b)* estudio de la solvencia de la empresa, es decir, la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras, y *c)* análisis de la estructura financiera de la empresa con la finalidad de comprobar su adecuación para mantener un desarrollo estable de la misma.

2.1. Estudio de la rentabilidad

La *rentabilidad* mide la relación entre los resultados monetarios de una actividad (reales o esperados) y los medios empleados para obtenerlos. La rentabilidad es el objetivo económico-financiero de la empresa. En el estudio de la misma se diferencia: la rentabilidad económica o de la inversión, la rentabilidad de los capitales propios y la rentabilidad de mercado o rentabilidad para el accionista.

El núcleo de la rentabilidad de la empresa es la *rentabilidad económica* o rentabilidad que obtiene la empresa por sus activos (inversiones). Dicha rentabilidad es consecuencia del juego de la rotación y del rendimiento o resultado económico (gráfico 3). Así, pues, una rentabilidad económica puede ser obtenida por distintas combinaciones de rotación y rendimiento, lo que permite construir las curvas de isorrentabilidad de la empresa y estudiar las causas explicativas de los cambios de rentabilidad de la misma.

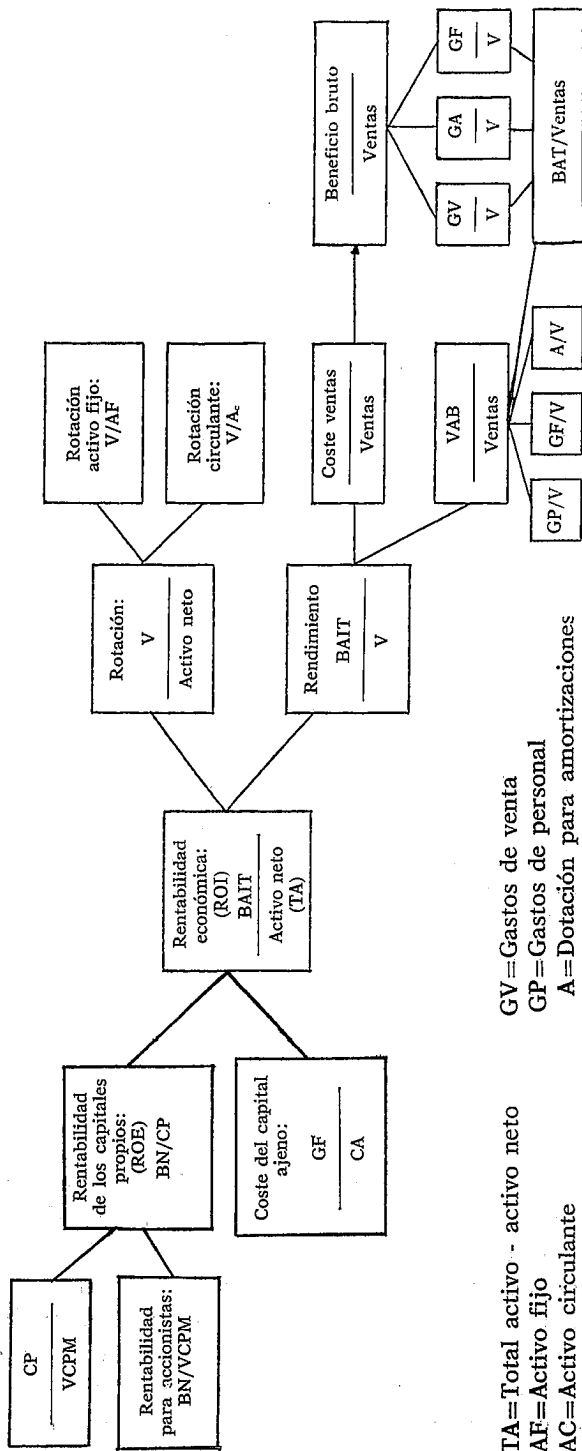
La rotación

$$\left(\frac{V}{TA} \right)$$

mide la eficacia en el uso de los activos. Puede dividirse en rotación de activos inmovilizados y circulantes. La rotación del circulante puede expresarse a partir de los períodos de maduración de sus componentes; así, el período de maduración de las existencias o tiempo medio de permanencia de las mismas en almacén, el período medio de pago a los proveedores, el período medio de cobro a los clientes y el período medio de maduración del efectivo en caja y bancos son indicadores de la gestión del circulante y permiten determinar sus efectos sobre la rentabilidad económica a través de su repercusión en la rotación.

GRÁFICO 3

ESQUEMA DEL CALCULO Y REPARTO DE LA RENTABILIDAD DE LA EMPRESA



- TA = Total activo - activo neto
- AF = Activo fijo
- AC = Activo circulante
- CA = Capitales ajenos
- CP = Capitales propios
- V = Ventas o producción
- GF = Gastos financieros
- GA = Gastos de administración
- GV = Gastos de venta
- GP = Gastos de personal
- A = Dotación para amortizaciones
- BAT = Beneficio antes de impuestos
- BAIT = Beneficio antes de intereses e impuestos
- BN = Beneficio neto
- VAB = Valor añadido bruto
- VCPM = Valor capitales propios en el mercado

Por su parte, los componentes del rendimiento o resultado económico de la venta

$$\left(\frac{BAIT}{V} \right)$$

pueden ser analizados según criterios económicos o funcionales. En el primer caso se considera el valor añadido bruto con relación a la venta o producción desagregado en sus elementos constituyentes: gastos de personal, gastos financieros, amortizaciones y dotaciones para provisiones y beneficios. En el segundo se puede partir del beneficio bruto con relación a la venta, y analizar los gastos conforme a su agrupación funcional en gastos de venta, gastos de administración, gastos financieros, etc. Conforme se presente en el gráfico número 3.

Por último, cabe destacar que la rentabilidad económica puede calcularse en función del activo total neto o en función de la inversión en sentido estricto: los recursos permanentes que deberían financiar el inmovilizado total neto y los capitales circulantes de carácter estructural o activo circulante permanente.

La rentabilidad financiera o de los capitales propios es igual a la relación por cociente entre beneficios y capitales propios. La determinación de los elementos que influyen en su consecución puede establecerse mediante la siguiente cadena de *ratios*:

$$\frac{BN}{CP} = \frac{V}{TA} \times \frac{BAIT}{V} \times \frac{BAT}{BAIT} \times \frac{TA}{CP} \times \frac{BN}{BAT}$$

rentabilidad económica (<i>re</i>)	efecto apalancamiento (estrategia financiera)	efecto impositivo

- BN* = beneficio neto
- CP* = capitales propios
- CA* = capitales ajenos
- TA* = total activo
- BAT* = beneficio antes de impuesto
- BAIT* = beneficio antes de intereses e impuestos
- V* = ventas
- re* = rentabilidad económica
- K* = coste del capital ajeno.

Del estudio de dicha cadena de *ratios* puede inferirse que la rentabilidad financiera es el producto de dos factores: la rentabilidad económica

$$\left(\frac{V}{TA} \times \frac{BAIT}{V} \right)$$

ya analizada, y del efecto apalancamiento

$$\left(\frac{TA}{CP} \times \frac{BAT}{BAIT} \right)$$

El efecto apalancamiento indica que si la empresa dispone de oportunidades de inversión capaces de proporcionar unas rentabilidades superiores a los costes de utilización de capital ajeno, será beneficioso para los accionistas que la empresa se endeude, pues ello llevará a una mejora de la rentabilidad de los fondos propios. Por el contrario, cuando la rentabilidad que se obtenga de las inversiones sea inferior al coste de la deuda, el empleo de recursos ajenos sólo contribuirá a reducir la rentabilidad de los recursos propios.

Esta causalidad se puede alterar, pues el aumento de la deuda pudiera implicar el aumento del riesgo financiero y, en consecuencia, el aumento del coste de la deuda (K), lo que puede anular el efecto de apalancamiento positivo. Ello se refleja en la ecuación de la rentabilidad de los fondos:

$$\frac{BN}{CP} = re + (re - K) \frac{CA}{CP}$$

Se pueden establecer asimismo grados de apalancamiento, medidos a través del cociente entre las variaciones porcentuales de los beneficios y las variaciones de los beneficios antes de deducir intereses.

El análisis del apalancamiento se puede realizar empleando los valores medios de los costes nominales de la deuda y la rentabilidad de los activos, o bien, lo que es más correcto, sobre la base de los costes financieros y la rentabilidad en términos reales.

El apalancamiento (amplificador o reductor de la rentabilidad de los fondos propios) es una política exigida por los procesos de rápida acumulación y la necesidad de financiar el crecimiento, más que resultado de la elección libre de dicha estrategia financiera. El efecto apalancamiento se suele sobrestimar en épocas de expansión, con rentabi-

lidades crecientes de los activos. En períodos de estancamiento, con débil rentabilidad de la inversión y costes de capital ajeno crecientes, el efecto apalancamiento reductor acentúa la mediocridad de la rentabilidad de los fondos propios e incluso la anula.

El empleo de deuda permite a la empresa financiar su expansión sin esperar hasta haber generado los medios propios necesarios para ello y puede dar lugar a un aumento de la remuneración de los fondos propios a través del efecto de apalancamiento financiero. No obstante, esta forma de financiación no puede revestir un carácter permanente, porque el riesgo de la empresa —liquidez y solvencia— se encuentra sistemáticamente aumentado.

La rentabilidad de los fondos propios es, pues, consecuencia de la eficiencia operativa (técnico-organizativa) de la empresa (aumento rotación y reducción de costes) y del grado de libertad en la fijación de precios (grado de monopolio) que determina la rentabilidad económica, así como de las decisiones financieras consecuencia de que los fondos ajenos, el capital deuda, es empleado con unas tasas de rentabilidad superiores o inferiores a los intereses pagados (efecto apalancamiento).

La *rentabilidad de los capitales propios en el mercado* (rentabilidad de los beneficios para los accionistas). La rentabilidad de los fondos propios (B/CP) se puede ver como indicador del objetivo de la empresa, en una economía de mercado, que es la maximización de su valor para los accionistas (maximización del precio de las acciones en el mercado o maximización del valor de las inversiones de sus accionistas).

El objetivo de la empresa: maximización del valor de la misma en el mercado, depende de: *a*) variables internas o de la empresa: los beneficios futuros, más que de los actuales y las expectativas de ganancias de capital; *b*) el riesgo asociado con dichos beneficios, dado que un alto grado de incertidumbre sobre los beneficios puede anular su valoración, en función de la tasa de actualización de dichos beneficios que tiene en cuenta el grado de riesgo de las corrientes de beneficios esperados, y *c*) de un conjunto de variables o factores externos a la empresa más vinculados al entorno económico, socio-político, que a la propia empresa.

El mercado, pues, con dicha información valora las consecuencias de las decisiones de la empresa, además de las decisiones e informaciones ajenas, del entorno genérico y específico, sobre el valor de la acción.

Ello explica las posibles disparidades que pueden existir entre la rentabilidad de los fondos propios y la rentabilidad de los accionistas o relación entre beneficios y valor en el mercado de los fondos propios. Ello puede implicar que existan aumentos en la rentabilidad de

los fondos propios y al mismo tiempo caída de rentabilidad para el accionista, consecuencia de un aumento en el valor de la acción y viceversa. En general se puede indicar que acciones de empresas con grandes expectativas de futuro implican rentabilidades de sus fondos propios escasas en el presente, dado que el valor de la acción viene determinado básicamente por el futuro, mientras que el beneficio que se considera es el actual. Por ello podemos preguntarnos sobre la bondad de la rentabilidad de los fondos propios como indicador del objetivo último de la empresa, que es la maximización de su valor en el mercado.

El problema surge en la determinación de la rentabilidad de los fondos propios, definida como el cociente entre el beneficio o ganancias de la empresa y el valor contable de los fondos propios.

Con base a dicha definición, el *ratio* de rentabilidad de los fondos al ser asumido como indicador del objetivo de la empresa no puede olvidar sus limitaciones en cuanto:

a) El *ratio* refleja en un momento la rentabilidad de los fondos propios, y puede implicar que se maximice a corto en contra de la maximización a medio y largo. Es por ello que su análisis no puede olvidar los hechos circunstanciales o programados que pudieran implicar, por ejemplo, una caída a corto (proyectos en curso, sin maduración), y que hacen posible una maximización a medio y largo.

b) La maximización de dicho índice no presenta información sobre el riesgo asociado al mismo, es decir, que aumentos en el mismo pueden motivar aumentos en el riesgo económico o financiero de la empresa que no se valoran en el cálculo de dicho *ratio*.

c) En la determinación del *ratio* de rentabilidad de los fondos propios se parte del valor en libros de los fondos propios, no de su valor de mercado, ello hace que en la mayoría de los casos no implica maximizar la rentabilidad de los fondos propios para los accionistas, dado que partimos de un valor histórico en libros, no de un valor de realización o valor de la auténtica inversión de los accionistas que vendría recogido por el valor de mercado.

No obstante dichas limitaciones, con base en los datos históricos, se comprueba que existe una relación entre rentabilidad de los fondos propios y precio de la acción, es más una alta y positiva correlación entre el valor en mercado de los fondos propios y rentabilidad de los fondos propios; por ello, aunque imperfecto, la rentabilidad de los fondos propios se puede considerar como indicador del objetivo financiero de la empresa: maximizar su valor para los accionistas.

La rentabilidad de los capitales propios en el mercado o rentabilidad para el accionista tiene dos componentes, el dividendo y las ganancias de capital. En este análisis se presenta el beneficio neto con relación al valor en el mercado de dichos capitales propios (gráfico número 3).

Hasta ahora hemos analizado dos indicadores de la rentabilidad: a) la rentabilidad de la inversión (*ROI*) y la rentabilidad de los capitales propios (*ROE*), ambas medidas deben ser analizadas más que en sus datos o cifras absolutos en comparación con el coste del capital y con el coste del capital propio en el mercado para ver cómo sus variaciones afectan al valor de la empresa. Es decir, lo que interesa es el diferencial entre el valor del *ROI* y del *ROE* que se obtiene de la empresa y el coste de los capitales y del capital propio que, con base en el mercado, actúan como «costes de oportunidad».

Finalmente, se puede presentar como un indicador clave de la rentabilidad de los fondos propios la denominada *Q* de Tobin, *ratio* que mide el valor de mercado de los activos de la empresa con relación a su coste de replazamiento. Un *ratio* mayor que uno significa que el mercado valora los activos de la empresa más que su coste actual. En el gráfico 3 se comparan el valor contable de los capitales propios (se supone que ajustados parcialmente por la inflación dada la política de actualizaciones) con relación al valor en el mercado de dichos capitales. Ello pudiera ser un índice (en parte, la inversa de la *Q*) que recogiera el aumento de valor de la empresa o el aumento de la riqueza de los accionistas.

2.2. *Análisis de la solvencia*

La solvencia de la empresa es uno de los objetivos planteados en el análisis financiero. Por solvencia se entiende la capacidad de la empresa para satisfacer sus obligaciones financieras (devolución del principal y gastos financieros) a su vencimiento, consecuencia del endeudamiento. En la solvencia conviene diferenciar dos niveles, en el corto plazo, la solvencia se une a la liquidez y a los indicadores de la misma; en el medio y largo plazo, a la capacidad de generar rentas para hacer frente a los servicios de la deuda.

La solvencia a corto plazo se refiere, pues, al cumplimiento, es decir, a la tesorería necesaria para hacer frente a los compromisos inmediatos. *A medio y largo plazo* indica la capacidad de generar recursos para hacer frente al conjunto de obligaciones financieras (gastos financieros más devolución del «principal» o amortización financiera).

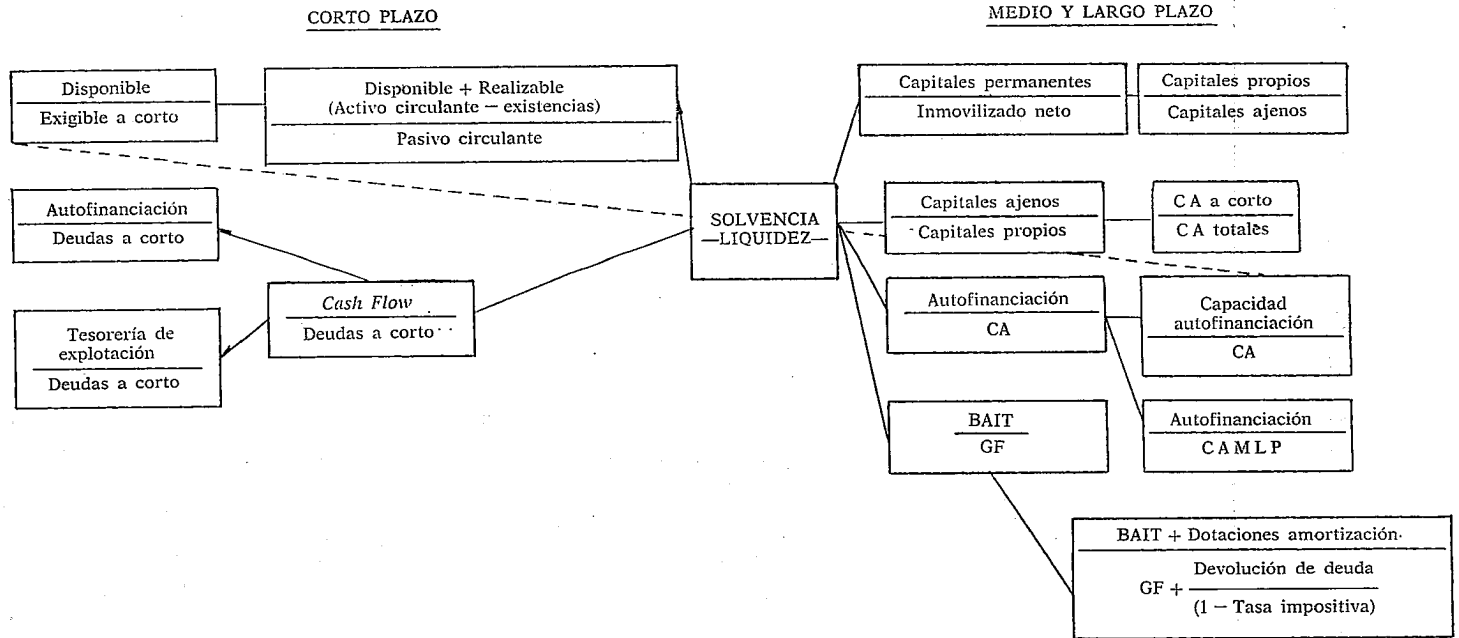
La necesidad de estudiar la solvencia surge cuando la empresa, ante la necesidad de financiar sus inversiones, su expansión, acude al capital ajeno o capital deuda, pues en ese momento es preciso determinar la estructura financiera más adecuada para dicha empresa que permita su equilibrio financiero. Los problemas de solvencia surgen con las deudas, con el endeudamiento; por ello, los acreedores (financieros y no financieros) de la empresa se preocupan por determinar la capacidad de solvencia de la empresa.

En el análisis de la capacidad para hacer frente a la carga de la deuda, podemos diferenciar dos componentes: los intereses y las amortizaciones financieras o devolución de la deuda recibida. Para hacer frente a los primeros se cuenta con los beneficios antes de gastos financieros e impuestos. La devolución de la deuda se realiza con base en el ahorro de la empresa. Dado que la financiación a medio y largo plazo es una anticipación de los recursos generados, el ahorro de la empresa o autofinanciación debe ser capaz de hacer frente a las amortizaciones de la deuda. Si no se plantea la devolución del principal (sino renovaciones sucesivas de la deuda recibida), el endeudamiento global tiene un límite máximo en la capacidad de la empresa para hacer frente a los gastos financieros.

Para el análisis de la solvencia se desarrolla el gráfico número 4, en él se diferencia el estudio de la liquidez o solvencia a corto y la solvencia a medio y largo plazo. En cuanto a la metodología a emplear se analizan los métodos clásicos basados en el balance, en la estructura financiera y los actuales, más preocupados por los flujos financieros como medida de la solvencia.

En el corto plazo o análisis de la liquidez, se diferencian dos métodos, basados en los *ratios*, para analizar el riesgo de insolvencia. En una primera aproximación se utilizan *ratios* de balance como indicadores del potencial de liquidez de la empresa. El índice de disponible más realizable con relación al pasivo circulante o, de forma más estricta, el disponible con relación al exigible o pasivo a corto, pretenden indicar el potencial de liquidez de la empresa. Una segunda forma de medida viene planteada con base en los flujos financieros. *Cash-flow* (en su planteamiento de recursos generados o beneficio más amortizaciones y dotaciones para provisiones), con relación a las deudas a corto, nos indica la capacidad de generar fondos para amortizar la deuda a corto. Sin duda, el indicador más fiable se obtendría al comparar la tesorería de explotación con las deudas a corto, ya que el concepto de *cash-flow* como recursos

GRÁFICO 4.—LA SOLVENCIA DE LA EMPRESA



CA=Capitales ajenos
 CAMLP=Capitales ajenos a medio y largo plazo
 BAIT=Beneficios antes de intereses e impuestos
 GF=Gastos financieros

generados sólo indirectamente puede tener relación con el concepto de liquidez a corto.

La solvencia en el medio y largo plazo de las empresas es analizada en el gráfico número 4 de dos formas. En primer lugar, se parte de las cuentas del balance como indicadores de la solvencia. Así se consideran como indicadores el *ratio* capitales permanentes y/o el capital ajeno con relación al inmovilizado, el primero muestra una supuesta correcta estructura financiera, como más adelante se desarrolla, y el segundo, el volumen de deuda utilizada para financiar el inmovilizado. Igualmente, se suele considerar el endeudamiento o relación entre los capitales ajenos y los propios como indicador del riesgo de insolvencia (riesgo financiero) complementado con la estructura del endeudamiento o relación entre capital ajeno a corto y capitales ajenos o total de deudas.

Otra alternativa para evaluar la solvencia de la empresa se encuentra al partir de la autofinanciación y de la capacidad de autofinanciación, es decir, del ahorro de la empresa como indicador del potencial de devolución de la deuda. Se compara con el capital ajeno o, más correctamente, con el capital ajeno a medio y largo plazo. Las posibilidades de atender los gastos financieros pueden venir reflejados por el *ratio* de beneficio más gastos financieros o beneficios antes de gastos financieros e impuestos (*BAIT*) con relación a los gastos financieros y el *BAIT* incluyendo las dotaciones a amortización con relación a los gastos financieros y devolución de la deuda corregida por los efectos fiscales.

El análisis financiero actual de la solvencia centra, pues, la atención sobre los recursos generados por la empresa como variable explicativa de su capacidad de endeudamiento y, por tanto, de la expansión (la financiación a corto plazo refleja meros anticipos de las ventas y los préstamos y créditos a medio y largo plazo son anticipos esperados del *cash-flow* de la inversión). Las variables significativas son, pues, expectativas y estabilidad de los beneficios futuros, los costes financieros de la deuda y/o las disponibilidades de medios, en parte vinculadas a las políticas monetarias.

Existe un cambio en la lógica de las decisiones financieras al centrar la atención sobre los gastos financieros, más que sobre los tipos o categorías de deudas en función de sus vencimientos, y si la estructura de capital es o no conforme a unas supuestas normas o principios de financiación. Se razona en términos de endeudamiento global, en concreto, de gastos financieros: si la empresa puede o no hacer frente a los mismos. Pierde importancia el concepto de reembolso —se suponen las renovaciones implícitas— y los gastos financieros son la secuela única

del endeudamiento. El problema es cifrar los gastos financieros que la empresa puede efectivamente soportar. De ahí los efectos reales y psicológicos de las variaciones de los gastos financieros ante unas tasas de beneficios tan limitadas. El límite máximo de endeudamiento viene, pues, determinado por la capacidad de absorción de los gastos financieros de acuerdo con los recursos generados por la explotación, los cuales, deducidos los dividendos e impuestos, nos indican el poder de autofinanciación. Este excedente es el que determina la capacidad autónoma de crecimiento de la empresa.

No obstante, el análisis financiero de la solvencia debe reconocer que partir de los recursos generados tiene limitaciones en el corto plazo, ya que el perfil temporal de autofinanciación, recursos generados y tesorería pueden ser diferentes. Sólo cuando se parte del estudio del *cash-flow* o tesorería de explotación es posible el correcto análisis y evaluación del riesgo financiero y la evaluación de las posibilidades de la empresa para hacer frente a los servicios de la deuda (interés y principal).

2.3. Análisis de la estabilidad de la estructura financiera

Estructuralmente, el equilibrio financiero debe de partir del análisis temporal y la incidencia implícita de los flujos de inversión-financiación, teniendo como horizonte la rotación entre los flujos de disponibilidad y exigibilidad, en su sentido más amplio, que los une a través del concepto de *cash-flow* en su acepción pura de «tesorería».

Es conveniente, pues, enmarcar todos los *ratios* o relaciones que tiendan a medir estos equilibrios dentro de un marco adecuado estructural y funcional. Ello se consigue realizando esta parte del análisis, puramente financiero, en el marco del llamado «coeficiente básico de financiación».

Dicho coeficiente se define como sigue:

$$C_{bf} = \frac{\text{Recursos propios} + \text{Recursos ajenos a largo}}{\text{Activos fijos} + \text{Fondo de rotación mínimo necesario}}$$

En la nomenclatura utilizada en la figura 2 esta formulación quedaría como sigue:

$$C_{bf} = \frac{N + P_f}{A_f + FR_n}$$

siendo:

C_{bf} = Coeficiente básico de financiación
 FR_n = Fondo de rotación mínimo necesario

La composición de este coeficiente establece la relación, como se dijo, en términos estructurales de inversión y financiación permanentes y, en ese sentido, mide la estabilidad financiera a medio y largo plazo. Ahora bien, en la composición del FR_n intervienen los elementos que, a su vez, deben dar estabilidad al ciclo de circulantes, ya que hacen referencia a los elementos circulantes permanentes que son necesarios para la propia estabilidad de la rotación interna en el ciclo de explotación a corto plazo:

$$FR_n = A_{cp} - P_{cp}$$

Los pasivos circulantes permanentes (P_{cp}) corresponden a la financiación estable interna del ciclo de la explotación (fundamentalmente créditos de proveedores y deudas con los demás factores de la explotación: personal, etc.) y los activos circulantes permanentes (A_{cp}) corresponden a los stocks de seguridad que, cumpliendo la condición básica de minimizar las inmovilizaciones del circulante, permitan desarrollar la política comercial de la empresa sin «roturas» del ciclo corto.

En el A_{cp} están, pues, influyendo las inversiones inmovilizadas en los ciclos de aprovisionamiento y fabricación por un lado, y las de carácter más puramente financiero correspondientes a las fases de venta y cobro de los productos.

Se da, pues, una interrelación básica entre capacidad y actividad que lleva implícita, como se ha dicho, unos equilibrios de estabilidad inversión-financiación ligados asimismo a las rotaciones del ciclo de la explotación y a sus aspectos temporales.

Por todo ello se establece, en sentido estructural, que este coeficiente debe reflejar resultados en torno a 1 para indicar estabilidad financiera, en el sentido de que las inversiones deben ajustarse a procesos de financiación en los que la vida media de la transformación en disponibilidad de las primeras se ajuste en el tiempo al período medio de exigibilidad en las segundas, incluida la no exigibilidad de los recursos propios.

Ello implica, por tanto, el perseguir el objetivo de estabilidad financiera atendiendo a tres factores fundamentales:

a) Capacidad de funcionamiento: cuantía global de inversión y relación entre inmovilizados fijos y circulantes.

b) Capacidad de financiación: cuantía global y composición de la estructura financiera ponderada.

c) Nivel de actividad óptimo en base a las rotaciones sostenibles en el tiempo, tanto por los factores de la producción disponibles como por la disponibilidad de los recursos financieros a ellos asociados.

Es claro que, en este planteamiento, los fines de rentabilidad y estabilidad financiera, como parte componente de un mismo objetivo empresarial, se encuentran, formando las bases necesarias para definir los óptimos de la gestión empresarial y, en consecuencia, el análisis económico-financiero encuentra en él un marco adecuado para la aplicación de los demás métodos de análisis.

3. LA METODOLOGÍA DEL ANÁLISIS FINANCIERO.

UNAS CONSIDERACIONES

La metodología clásica del análisis financiero se fundamenta en las reglas clásicas de financiación, las cuales buscan la concordancia entre las masas patrimoniales de activo y pasivo en cuantía y plazo, se basan en una estructura financiera normativa orientada al mercado de valores, conforme a unas supuestas «reglas de oro».

Este análisis está centrado en las situaciones del pasado, que difícilmente se repiten, y la utilización de la técnica de los *ratios*. La información es apartada básicamente por el balance, con la limitación de su consideración de estado estático, de estructura de fondos (recursos y empleos).

El análisis financiero tradicional utiliza los ratios como base fundamental. *Ratio* significa cociente entre dos fenómenos económicos, ligados por una relación característica; cociente entre dos elementos característicos de la situación actual o potencial, actividad, rendimiento o rentabilidad de la empresa.

El estudio de los ratios constituye un método de análisis sistemático y expresivo de la situación, de la estructura, actividad y rendimiento de las empresas. El valor de cada ratio es estimado en sí mismo y por comparación con los demás ratios para una empresa o un conjunto de empresas —análisis sectoriales—. Igualmente su utilización se ve favorecida por la facilidad para el análisis temporal, tanto en la evolución del pasado como en la elaboración de previsiones, singularmente facilitadas por la exploración de la posición y tendencia de los ratios

que, en definitiva, expresan a través de simples cifras las relaciones entre diversos aspectos de la empresa.

No debemos olvidar a la hora de analizar los índices o ratios que la empresa viene conformada por una serie de elementos que tienen sentido al actuar de forma combinada. Es decir, de los índices sólo se pueden obtener conclusiones si se analizan relacionando todas las categorías en que se han dividido para su estudio y su evolución en el tiempo y se evita su utilización normativa. Los *ratios* deben permitir un enjuiciamiento global. Cuando un solo ratio contradice el resto de las conclusiones, existe un error en el cálculo o la información de que se dispone está distorsionada, o aquél tiene muy poca significación; los ratios rara vez dan respuestas a los problemas, dado que no es su misión identificar las causas.

En todo caso es preciso considerar los posibles problemas estadísticos de correlación entre los ratios, ya que al contar con componentes comunes, muchas de las variables están correlacionadas y varían en la misma dirección, por ejemplo, beneficios y dividendos además de la posible correlación en el tiempo por la persistencia de comportamientos de inercias en la empresa; en el uso de los *ratios* no debe olvidarse que tienen en cuenta sólo una variable y que los ratios medios lo son de conjuntos no homogéneos, los cuales pueden presentar una dispersión importante.

Además es necesario completar la información aportada por los ratios calculados a partir del balance con la información aportada por los estados de flujos económicos y financieros: La cuenta de resultados, el estado de origen y aplicación de fondos y estado de tesorería (*cash-flow*).

Con el análisis de flujos se pueden detectar las perturbaciones que afectan a la empresa (variación de ventas, de existencias, políticas de cobros y pagos, etc.), comprender y apreciar la lógica de las políticas seguidas y, a partir de los nexos de flujos, las evoluciones previsibles. El análisis, a partir de variables de flujos, estudia mejor las consecuencias de los cambios en la rentabilidad, costes financieros, rendimiento, crecimiento, etc., que el análisis en términos de situación o stocks (balance) que deja de ser indicador del futuro al ser menos sensible a los cambios en el entorno y en las variables de la empresa.

Este método de análisis exige, dado el número de ratios, de rúbricas o partidas que se examinan, el intentar conseguir una idea resumen, una función que explique el fenómeno objeto de estudio, mucho más cuando no podemos confrontar el valor de los ratios con una norma, al no existir una teoría financiera que permita indicar el valor que la misma

debe alcanzar. Para ello es posible recurrir a un amplio conjunto de técnicas estáticas y econométricas que faciliten una visión de conjunto del funcionamiento de la empresa y expliquen y anticipen las causas de su situación en un momento dado.

Se plantea la necesidad de prolongar y sistematizar las técnicas clásicas de análisis financiero mediante el recurso a técnicas estadísticas. Con ello se persigue un objetivo globalizador que permite la representación del funcionamiento de una empresa mediante el análisis simultáneo de una serie de características relacionadas, directa o indirectamente, con la situación financiera de la misma, al mismo tiempo es necesario centrar la atención no sobre los datos del pasado, sino sobre el futuro, sobre las previsiones, sobre los modelos de planificación financiera como fuentes de información complementaria para el análisis financiero.

Fundamentalmente la aplicación de las técnicas estadísticas al análisis financiero facilitaría una doble tarea. De una parte, las medidas de descomposición y el análisis factorial, entre otras, permiten reducir la dimensionalidad del problema estructurando la información disponible y estudiando las dependencias internas entre las variables. De esta forma se obtiene un menor número de variables que recogen una parte importante del total de información común. En segundo lugar, otras técnicas estadísticas de clasificación —análisis discriminante, cluster— permiten diseñar una función, síntesis del conjunto de elementos que caracterizan a una empresa, reduciendo, por tanto, el número de rasgos a estudiar para determinar la salud financiera de una empresa. Al mismo tiempo dicha función posibilita la clasificación y comparación entre empresas.

Con estas líneas se ha querido presentar el tema y/o desarrollar unas consideraciones al tema que es objeto de estudio en este número monográfico.