

Eduardo
Fondevila Roca
*Doctor en Ciencias
Económicas*

EL DIAGNOSTICO FINANCIERO

1. *El diagnóstico general: los ratios.*—2. *El diagnóstico de la gestión de fondos circulantes.*—3. *El diagnóstico de fondos a largo plazo: los apalancamientos*

1. EL DIAGNÓSTICO GENERAL: LOS «RATIOS»

EN Medicina se afirma que cada enfermedad humana tiene sus síntomas y se manifiesta a través de ellos. El conocimiento de estos síntomas se denomina «diagnosis». Para la empresa podemos razonar de manera análoga. Su conjunto presenta en cada caso características peculiares, resultado del contexto técnico, jurídico y humano que la constituye y del entorno socioeconómico donde se halla inmersa.

A veces, una empresa puede ofrecer signos de debilidad; por ejemplo, deficiencias en las relaciones humanas, dificultades en la obtención de créditos, pérdidas reiterativas de clientes, tecnología insuficiente, etc. Estos son algunos de los innumerables síntomas que puede presentar.

El problema está latente y hay que solucionarlo con medios adecuados. La cuestión a veces no es tan sencilla y hay que recurrir a un experto para que, con su mayor especialización profesional, emita su diagnóstico, dictaminando a partir de los síntomas la enfermedad de la empresa.

Ahora bien, los problemas de una empresa, como los de las personas, ofrecen matices muy diversos. A veces son de carácter puramente pro-

ductivo o técnico, otras son comerciales, etc.; pero, a la larga, todos convergen en los aspectos humano y económico de la empresa, que vienen a ser su alma y cuerpo.

Dejando aparte las cuestiones humanas y centrándonos en las económicas, vemos que el aspecto financiero es el más trascendental, pues sobre él repercuten las decisiones de carácter comercial, tecnológico y productivo que constituye el conjunto económico de la empresa. Por esta razón en el presente artículo nos vamos a centrar en la vertiente financiera del diagnóstico, sin menoscabo que subrayemos con énfasis la existencia de otros aspectos muy importantes que condicionan el resultado de un buen dictamen.

El diagnóstico económico no consiste simplemente en emitir un juicio y unas recomendaciones. El que dictamina debe concretar, y una manera de hacerlo es cifrar las conclusiones.

La expresión cuantitativa de un juicio es la labor más difícil de la que debe responsabilizarse un experto. Por esto, en la vida de los negocios observamos que se elude con frecuencia.

Las técnicas de análisis financiero necesarias para efectuar un diagnóstico no están por descubrir, sino que se encuentran dispersas en innumerables tratados de contabilidad, de gestión empresarial y de gestión financiera. Además, durante las dos últimas décadas se han ido enriqueciendo con nuevos conceptos, tales como el «cash-flow», el «leverage factor», etc.

Aquí, dado el alcance del trabajo a efectuar, nos limitaremos a indicar los *ratios* financieros usados más habitualmente, invitando al lector a profundizar sobre el significado de los mismos, en mi obra titulada *El diagnóstico financiero de la empresa*, editado recientemente por Vicens Vives.

Al hacer un diagnóstico hay que tener en cuenta dos aspectos fundamentales:

El estudio *económico* de la rentabilidad y el de la *solvencia*.

Al efectuar el análisis *económico* establecemos los elementos necesarios para poder juzgar la eficacia de la política financiera (a través de *ratios* de rentabilidad financiera) y enjuiciar la política comercial e industrial (a través de los índices de eficacia y de resultado económico).

Al estudiar la *solvencia* separamos claramente la problemática del endeudamiento a largo y medio plazo con la de endeudamiento a corto plazo, llegando a la determinación de las cinco posibles posiciones del fondo de maniobra.

El diagnóstico financiero abarca, pues, dos aspectos, el de *solvencia* y el de *rentabilidad*, que deben considerarse entrelazados de una forma muy íntima en todas las ocasiones en que se analicen situaciones o problemas relacionados con la trayectoria de una empresa, con su valoración, con la evaluación de las posibilidades de inversión, con la estructura de sus capitales permanentes, etc. Al respecto, nuestra postura es analítica y consideramos a la gestión financiera encaminada a la maximización de los beneficios de la empresa dentro de un equilibrio de tesorería.

Ahora bien, como una empresa es un ente dinámico y lo que cuenta no es el beneficio de un ejercicio, sino una corriente de beneficios futuros, consideramos que el objetivo de la gestión financiera es la maximización del valor actualizado de los recursos generados futuros. Este valor presente, naturalmente, debe recoger el riesgo de insolvencia y referirse a los recursos propios.

Esta conclusión a la que llegamos coincide con la generalmente aceptada por las actuales escuelas norteamericanas a mediados de la década de los cincuenta. Pero, además, si esta postura la referimos al caso particular de las sociedades anónimas cotizadas en un mercado de valores, el objetivo de la dirección financiera será la maximización de la cotización.

La consideración de este último supuesto plantea una compleja problemática, más propia de un trabajo sobre optimización de decisiones financieras que de un trabajo sobre técnicas de diagnóstico.

Por otra parte, aunque las consideramos de carácter cuantitativo, son indispensables en los análisis financieros; por la naturaleza de su finalidad, los factores humanos y políticos pesan en ciertas ocasiones de tal manera que condicionan el resultado de un diagnóstico basado en criterios puramente lucrativos.

Actualmente se considera que la función financiera no sólo se refiere al estudio de los problemas de obtención de fondos, sino también al de los de su empleo, en función de una planificación de beneficios, o de una tasa de crecimiento.

Tres son los temas fundamentales que abarca la función financiera:

- 1.º La determinación del *volumen de las inversiones* a efectuar en el activo.
- 2.º La determinación *cualitativa de estas inversiones*.

3.º La determinación de la composición de los fondos o *estructura del capital*, entendiéndose como tal la suma de recursos permanentes propios y ajenos.

El esquema básico que ha de servir de plataforma en la toma de decisiones financieras debe interrelacionar los aspectos siguientes:

a) *Las decisiones sobre planificación de beneficios*

Genéricamente podríamos decir que el objetivo debe ser la maximización de los beneficios a largo plazo. Este fin puede coexistir con otros diferentes.

b) *Las decisiones sobre inversión*

En este aspecto, toda vez que las inversiones pueden efectuarse en activos fijos y circulantes, es necesario el establecimiento de un marco adecuado de organización para dirigir de una forma racional los fondos a la consecución de los objetivos.

c) *Las decisiones de estructura de capital*

Para ello es necesario plasmar un criterio fundamentado sobre el cual determinar la mejor combinación de recursos propios y ajenos para financiar un proyecto o conjunto de activos necesarios para conseguir los objetivos propuestos.

En la actualidad, la problemática de la toma de decisiones sobre planificación de beneficios y decisión de inversiones se va resolviendo de forma paulatina con la ayuda de modernas técnicas cuantitativas para optimizar las decisiones, a base de instrumentos tales como la programación lineal, la estadística, el cálculo de probabilidades, etc.

Con respecto a las decisiones de estructura de capital y sus efectos sobre el valor de la empresa y el coste de capital, en 1958, surgió una controversia entre Franco Modigliani y Merton H. Miller, mantenedores del criterio de independencia entre la composición del capital y el valor de la empresa, y otros autores, tales como David Durand y Ezra Solomon, en franco desacuerdo con los primeros. Como ambas teorías parten de distintas hipótesis, pueden ser correctas en la medida en que en la realidad se cumplan tales supuestos. Y así se han desarrollado sin resultados

contundentes estudios empíricos para justificar cuál de las dos posturas es la más aceptable.

La condición previa para un buen diagnóstico financiero es la disposición de los documentos de base, que son el balance y la cuenta de explotación sintetizados, clasificando su contenido de acuerdo con unos criterios razonados con lógica. Naturalmente, toda clase de documentos adicionales que nos proporcionen una buena contabilidad analítica de costes o cualquier estadística interna de la empresa puede resultar una ayuda estimable. Sin embargo, queremos insistir que el punto de partida básico para un diagnóstico financiero lo constituye principalmente la presentación ordenada de la estructura de masas patrimoniales y la de las cuentas dinámicas de la explotación, comparando varios períodos consecutivos. Naturalmente es imprescindible que los datos estén debidamente auditados por una firma independiente, que emita opinión sobre la razonabilidad de los estados financieros y el cumplimiento de los principios contables generalmente aceptados.

Para el análisis convendrá hacer resaltar, en términos aritméticos, las relaciones que existen entre las cifras de los estados financieros. Estas proporciones, denominadas *ratios*, constituyen un arma de gran valor para el analista financiero, pues gracias a ellas puede entresacar conclusiones que el mero examen sobre cifras absolutas difícilmente lo permitiría.

La utilización de la técnica de los *ratios* es muy amplia, y cada empresa requiere la aplicación de algunos en particular que para otro caso no tendría el mismo significado ni utilidad. Sin embargo, hay algunos *ratios* de aplicación más universal, que son los que vamos a examinar teniendo en cuenta, además, que nos circunscribimos al campo puramente financiero de la empresa y que prescindimos de otros de sus aspectos en la medida en que éstos no afectan a su equilibrio de fondos.

Siguiendo los criterios de clasificación de *ratios* de mi obra antes mencionada, los más significativos para emitir un diagnóstico pueden ser los siguientes:

CUADRO 1.—ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA
ANÁLISIS ECONÓMICO DEL PASIVO

(Enjuiciamiento de la política financiera)

<i>Denomin. del calibrador</i>	<i>Fórmula</i>	<i>Comentarios</i>
<i>Tasa Rto. recursos propios.</i>	$\frac{\text{Benef. Ord. antes Imp.}}{\text{Haber Neto (Promedio)}} \cdot 100$	Cálculos previos para el cálculo del ratio básico.
<i>T. de R.P.P.</i>	$\frac{\text{Beneficio Ord. antes Imp.} + \text{Cargas Financieras}}{\text{Recursos permanentes (promed.) (propios + ajenos)}} \cdot 100$	
<i>Tasa Rto. recursos permanentes (a veces llamado de la inversión financiera).</i>	$\frac{\text{Beneficio Ord. antes Imp.} + \text{Cargas Financieras}}{\text{Recursos permanentes (promed.) (propios + ajenos)}} \cdot 100$	
<i>T. de R.P.P. y A.</i>		
« <i>Leverage Factor</i> ».	$\frac{\text{T. de R.P.P. \%}}{\text{T. de R.P.P. y A. \%}} \rightarrow > 1$	Ratio básico.
Coefficiente de cobertura de cargas financieras.	$\frac{\text{Cargas financieras}}{\text{Benef. ord. antes imp.} + \text{Cargas financieras}} \cdot 100$	Ratio complementario.
Rotación de los recursos propios permanentes.	$\frac{\text{Facturación}}{\text{Recursos propios}}$	Estas relaciones son <i>demandado directas</i> .
Rotación de los recursos permanentes totales, propios y ajenos.	$\frac{\text{Facturación}}{\text{Recursos Propios} + \text{Recursos Ajenos}}$	

CUADRO 2.—ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONOMICA
ANÁLISIS ECONÓMICO DEL ACTIVO

(Enjuiciamiento de la política industrial y comercial)

	<i>Denomin. del calibrador</i>	<i>Fórmula</i>	<i>Comentarios</i>
<i>El inmovilizado</i>	<i>Ratio resultado de la explotación.</i>	$\frac{\text{Resultado Explot.}}{\text{Facturación Neta}} \cdot 100 = r$	Cálculos previos al ratio básico.
	<i>Rotación de la inversión neta.</i>	$\frac{\text{Facturación Neta}}{\text{Inversión Neta}} = a \text{ veces}$	A veces en lugar de inversión neta se utiliza el concepto recursos permanentes con ciertas diferencias.
	<i>Ratio eficacia.</i>	$r \% \times a = \frac{\text{Resultado Expl.}}{\text{Inversión Neta}} \cdot 100$	Ratio básico.
	<i>Tasa eficiencia de la inversión.</i>	$\frac{\text{Inversión Neta}}{\text{Res. Neto Expl. + Amortiz.}} = n \text{ períodos}$	Ratio complementario.
	<i>Rotación del activo total.</i>	$\frac{\text{Facturación Neta}}{\text{Inversión Neta + Activo Circ.}}$	—
<i>El circulante</i>	<i>Índice rotación de los stocks totales.</i> PM+PCF+PA	$\frac{\text{Ventas a Prec. Coste}}{\text{Stock promed. anual}} = b \text{ veces}$	Cálculo previo al ratio básico.
	<i>Duración del ciclo de explotación.</i>	$\frac{12 \text{ meses}}{b} = m \text{ (meses)}$	Ratio básico.

CUADRO 3.—ANÁLISIS FINANCIERO A LARGO PLAZO

<i>Denomin. del calibrador</i>	<i>Fórmula</i>	<i>Comentarios</i>
<i>Tasa equilibrio inmovilizado</i> (punto de vista solvencia).	$\frac{\text{Recursos perm. totales}}{\text{Inversión Neta}} \cdot 100$ (valores regularizados)	Ratio básico.
(Id. desde el punto de vista financiación.) Valores netos.	$\frac{\text{Recursos perm. totales}}{\text{Inversión Neta}} \cdot 100$ (fondos realmente invertidos)	—
(Id. desde el punto de vista financiación.) Valores brutos.	$\frac{\text{Recursos perm. totales} + \text{Fondo Amortización}}{\text{Inmovilizado Bruto}} \cdot 100$	Ratio básico.
<i>Coefficiente de autonomía fi-</i> <i>nanciera a largo plazo.</i>	$\frac{\text{Rec. Perm. Propios}}{\text{Rec. P. Ajenos y Propios}} \cdot 100$ a M. L. plazo	Ratio complementario.

CUADRO 4.—ANÁLISIS FINANCIERO A CORTO PLAZO

	<i>Denomin. del calibrador</i>	<i>Fórmula</i>	<i>Comentarios</i>
<i>Autonomía</i>	<i>Coefficiente autonomía financ. a corto plazo.</i>	$\frac{\text{Exigible corto Plazo}}{\text{Facturación Neta}} \cdot 100$	Ratio básico.
	Id. (en meses).	$\text{Exig. corto plazo} \frac{12 \text{ meses}}{\text{Fact. Neta}}$	Ratio complementario.
<i>Fondo de maniobra</i>	<i>Coefficiente de liquidez (fondo maniobra).</i>	$\frac{\text{Disp. + Realiz. + Stocks}}{\text{Exigible a corto plazo}} \cdot 100$	Ratio básico.
	<i>Tasa de cobertura del activo circulante por el F.M.</i>	$\frac{\text{Fondo Maniobra}}{\text{Activo Circulante}} \cdot 100$	Ratio complementario
<i>Tesorería</i>	<i>Coefficiente de tesorería.</i>	$\frac{\text{Disponible + Realizable}}{\text{Exigible a corto plazo}} \cdot 100$	Ratio básico.
	<i>Ritmo cobros (plazo promedio cobro).</i>	$\frac{\text{Disponible + Realiz.}}{\text{Ventas}} \cdot 12 = pc$	
	<i>Ritmo pagos (plazo promedio pagos).</i>	$\frac{\text{Exigible C.P.}}{\text{Compras}} \cdot 12 = pp$	Ratios complementarios.
	<i>Coefficiente cobertura de stocks.</i>	$\frac{\text{Fondo Maniobra}}{\text{Stocks}} \cdot 100$	

Dada la extensión del presente artículo no puedo analizar el alcance y significado de cada *ratio*, pero sí hemos de decir que para efectuar el diagnóstico es preciso realizar un *análisis comparativo de las estructuras de varios ejercicios* anteriores, abarcando un período completo de explotación y referidos a una misma fecha. La finalidad es estimar las tendencias y buscar conclusiones con validez relativamente suficientes.

Por otra parte, conviene proceder a una ordenación racional de conceptos económico-contables que nos permitan determinar valores básicos de interpretación, tales como:

- Fondo de manibra.
- Saldo de tesorería.
- Recursos permanentes propios y ajenos.
- Etcétera.

Gracias a la utilización de la técnica de *ratios* y otras análogas, se debe proceder al:

- Análisis histórico de la rentabilidad y amortización.
- Análisis histórico de la gestión económica.
- Análisis histórico del desarrollo financiero a largo y corto plazo (solventía y financiación).
- Etcétera.

No somos tan ingenuos como para creer que una selección de calibrados son suficientes para determinar si la situación financiera de una empresa es buena o no. Los *ratios* o cocientes comparan relaciones estáticas; las diferencias entre masas de activo y pasivo sólo nos indican sus desviaciones entre ellas; la duración de los ciclos y las rotaciones tienen un valor retrospectivo. Pero el analista financiero, cuando se enfrenta ante una empresa, sí debe recurrir forzosamente a estas técnicas. Lo importante es que sea consciente de los límites de su empleo.

En la segunda parte del diagnóstico se debe concentrar la atención en el último ejercicio y precisar aquellos datos que en el estudio de tendencias no hubiera sido suficientemente perfilado. Debe procederse a un análisis a fondo del inmovilizado, estudiando cualitativamente las inversiones, los valores de compra, de realización, de reposición, etc. Los términos amortización y «cash-flow» son de gran utilidad para esta fase del estudio. El análisis cualitativo debe también centrarse en el estudio de la tesorería neta. El ritmo de cobros y de pagos y la clasificación de cuentas de acreedores y deudores por vencimientos. Estos serán

los principales instrumentos para prever el equilibrio a corto plazo. Además, será necesario el estudio del ciclo económico a través de los stocks y, por fin, la estimación de la generación periódica de liquidez, que desembocará en el trazado histórico del perfil de tesorería y de los recursos generados.

2. EL DIAGNÓSTICO DE LA GESTIÓN DE FONDOS CIRCULANTES

Vista la introducción referida a los términos generales del diagnóstico y a los *ratios*, creemos de interés analizar los tres conceptos básicos e importantes en el análisis financiero de una empresa:

- El fondo de maniobra desde una novedosa interpretación, expuesta en mi obra *El diagnóstico financiero de la empresa*.
- El apalancamiento operativo.
- El apalancamiento financiero.

Recordaremos que por definición el fondo de maniobra o de giro es la diferencia entre los valores patrimoniales circulantes del activo y los del pasivo. Esta diferencia puede ser:

Positiva:

$$\text{cuando } \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}} > 1$$

Nula:

$$\text{cuando } \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}} = 1$$

Negativa:

$$\text{cuando } \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}} < 1$$

pero esta situación de por sí no es un índice de equilibrio o desequilibrio, sino que *simplemente indica en qué proporción el activo circulante de la empresa se financia con recursos ajenos a corto plazo o con recursos permanentes* (propios o ajenos).

Para determinar si una u otra situación es aceptable o no desde el punto de vista financiero hay que recurrir a otros conceptos, tales como

el signo de la tesorería y la cobertura de los stocks, y, a su vez, proceder a un análisis cualitativo del origen de este endeudamiento.

Es un error muy frecuente considerar que un fondo de maniobra negativo es índice de una situación financiera peligrosa cuando en realidad es muy posible que este fondo de maniobra negativo sea el resultado de una situación transitoria y normal de la empresa.

La buena gestión de fondos, contrariamente a lo que ciertos profesionales creen, es el resultado del manejo de los recursos *necesarios* para financiar la explotación de una empresa. En consecuencia, tan rechazable es una política basada en recursos sobrantes antifuncionales como la menos conservadora y peligrosísima que, por falta de previsión, provoca la escasez de medios líquidos.

Basándose en este claro principio, que se aparta tanto del exceso como de la escasez, se justifica plenamente que una empresa cuyo ciclo comercial es de temporada, mantenga, dentro de ciertos límites de prudencia, un fondo de maniobra negativo durante la época de comprar y producir para stocks (financiados con recursos ajenos a corto plazo de proveedores y bancos), sin que por ellos podamos diagnosticar una mala situación financiera, pues suponemos que la solvencia de esta empresa ha ganado la confianza de sus acreedores y permiten de buena gana esta situación porque saben que su desarrollo económico comercial de la empresa deudora es lo suficiente eficaz para reponer los fondos prestados en la temporada de campaña.

Hasta aquí hemos indicado tres situaciones del fondo de maniobra, pero además hemos de tener en cuenta que éstas, a su vez, se pueden subdividir, según la forma en que queden afectados los conceptos que denominamos cobertura de stocks y saldo de tesorería; vale la pena profundizar sobre el tema, pues un fondo de maniobra que coexista con un saldo de tesorería positivo quiere decir que la posibilidad de expansión es mucho más marcada que en el caso de un fondo de maniobra positivo, pero con un ritmo de caja desfavorable. Este detalle cambia por completo el diagnóstico.

(+) Ritmo de cobros = Disponible + Realizable a corto plazo

(-) Ritmo de pagos = Exigible a corto plazo

(=) Tesorería neta

y que sus alternativas son:

Superávit >0

Equilibrio =0

Déficit <0

Pero si se desea hacer un estudio más profundo del fondo de maniobra no basta matizarlo con el concepto de tesorería. La cobertura de stocks también está muy relacionada con todos estos términos y conviene determinar qué ocurre en las cinco alternativas que se presentan, en las que los stocks están financiados, bien por recursos ajenos a corto plazo o por recursos permanentes en distintas proporciones:

$$\text{Cobertura de stocks} = \frac{\text{Fondo de maniobra}}{\text{Stocks}}$$

1) >1

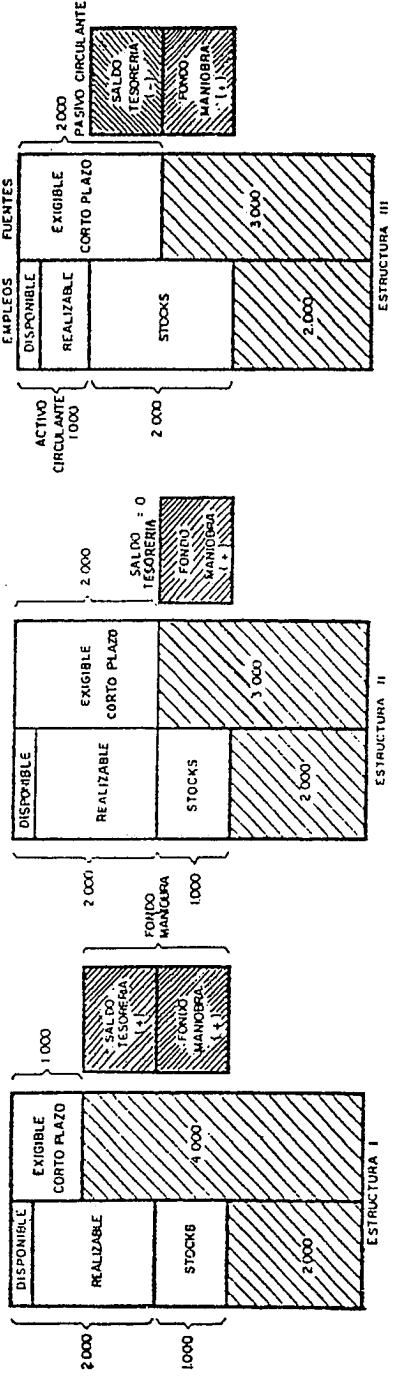
2) =1

3) <1

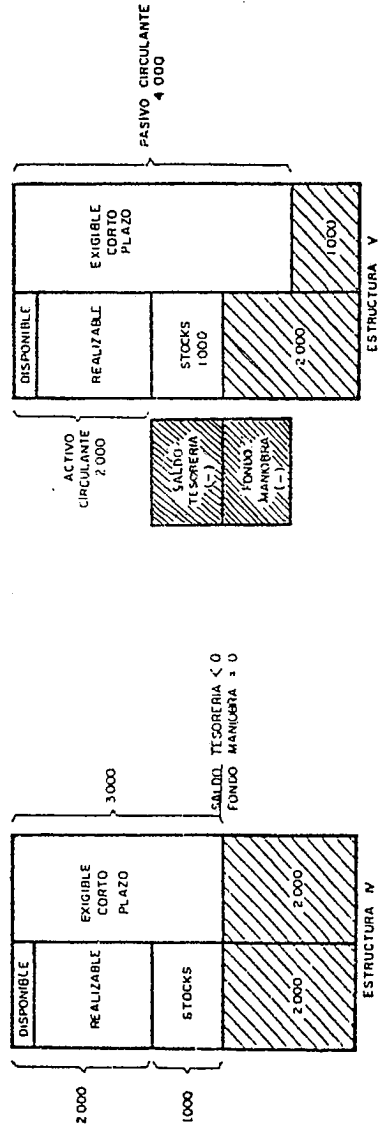
4) Nula

5) Negativa

Todas estas posibilidades se entremezclan confusamente y, para presentarlo de una forma clara y sintética, recurriremos a las representaciones gráficas de las estructuras del balance.



Fondos de maniobra positivos



Fondo de maniobra negativo

Fondo de maniobra nulo

El gráfico anterior corresponde a los datos siguientes:

Estructura I	$\left\{ \begin{array}{l} \frac{12.000.000}{12} \cdot 2 \text{ meses} = 2.000.000 \text{ (c)} \\ \frac{12.000.000}{12} \cdot 1 \text{ mes} = 1.000.000 \text{ (p)} \\ (c) - (p) = 1.000.000 \text{ Tesorería positiva (*)} \\ \text{Stocks} = 1.000.000 \end{array} \right.$	Plazo cobro 60 días	>	Plazo pago 30 días
Estructura II	$\left\{ \begin{array}{l} \frac{12.000.000}{12} \cdot 2 \text{ meses} = 2.000.000 \text{ (c)} \\ \frac{12.000.000}{12} \cdot 2 \text{ meses} = 2.000.000 \text{ (p)} \\ (c) - (p) = (-) 0 \text{ Tesorería nula (*)} \\ \text{Stocks} = 1.000.000 \end{array} \right.$	Plazo cobro 60 días	=	Plazo pago 60 días
Estructura III	$\left\{ \begin{array}{l} \frac{12.000.000}{12} \cdot 1 \text{ mes} = 1.000.000 \text{ (c)} \\ \frac{12.000.000}{12} \cdot 2 \text{ meses} = 2.000.000 \text{ (p)} \\ (c) - (p) = - 1.000.000 \text{ Tesorería negativa (*)} \\ \text{Stocks} = 2.000.000 \end{array} \right.$	Plazo cobro 30 días	<	Plazo pago 60 días

$\frac{12.000.000}{12} \cdot 2 \text{ meses} = 2.000.000 \text{ (c)}$ $\frac{12.000.000}{12} \cdot 3 \text{ meses} = \frac{3.000.000 \text{ (p)}}{(-) 1.000.000}$ <p>Stocks = 1.000.000</p>	<p>Plazo cobro < 60 días</p> <p>Plazo pago > 90 días</p> <p><i>Tesorería negativa (*)</i></p>
---	---

Estructura IV

$\frac{12.000.000}{12} \cdot 2 \text{ meses} = 2.000.000 \text{ (c)}$ $\frac{12.000.000}{12} \cdot 4 \text{ meses} = \frac{4.000.000 \text{ (p)}}{(-) 2.000.000}$ <p>Stocks = 1.000.000</p>	<p>Plazo cobro < 60 días</p> <p>Plazo pago > 120 días</p> <p><i>Tesorería negativa (*)</i></p>
---	--

Estructura V

(*) Aquí el concepto de «tesorería» no significa un saldo, sino que expresa una «posición» de liquidez más o menos positiva, según resulte la relación numérica entre las deudas a corto plazo, principalmente entre deudores y acreedores.

ANALISIS DEL SIGNO DE LA TESORERIA Y DEL FONDO DE MANIOBRA

FONDO MANIOBRA (Disponible+ Realizable)+ Stocks— (Exig. corto plazo)	COBERTURA STOCKS Fondo maniobra Stocks × 100	SITUACIÓN DE TESORERÍA (ritmo de cobro-pagos) (Disponible+realizable) o bien —(exigible a corto plazo)	Ventas 12 · pzo. cobro=(disp.+realizac.) Compras 12 · pzo. cobro=(exig. corto plazo)								
	> 100	<p style="margin: 0;">Superávit > 0</p> <table style="margin: 0 auto; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Disp. real</td> <td style="padding: 5px;">200</td> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Exigible</td> <td style="padding: 5px;">100</td> </tr> <tr> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Stocks</td> <td style="padding: 5px;">100</td> <td style="padding: 5px;"></td> <td style="padding: 5px;"></td> </tr> </table>	Disp. real	200	Exigible	100	Stocks	100			<p>Se paga a cortos plazos y se cobra a plazos más largos a los clientes.</p> <p>Se desaprovechan o se desprecian las posibilidades de crédito.</p> <p>Gran potencia de autofinanciación a corto plazo.</p>
Disp. real	200	Exigible	100								
Stocks	100										
SUPERÁVIT	= 100	<p style="margin: 0;">Equilibrada = 0</p> <table style="margin: 0 auto; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Disp. real</td> <td style="padding: 5px;">200</td> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Exigible</td> <td style="padding: 5px;">200</td> </tr> <tr> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Stocks</td> <td style="padding: 5px;">100</td> <td style="padding: 5px;"></td> <td style="padding: 5px;"></td> </tr> </table>	Disp. real	200	Exigible	200	Stocks	100			<p>Los plazos de cobro y pago están <i>iguales</i> (cobramos y pagamos al mismo ritmo).</p> <p>Se autofinancian solamente los stocks.</p>
Disp. real	200	Exigible	200								
Stocks	100										
	< 100	<p style="margin: 0;">Deficitaria < 0 negativa</p> <table style="margin: 0 auto; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Disp. real</td> <td style="padding: 5px;">100</td> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Exigible</td> <td style="padding: 5px;">200</td> </tr> <tr> <td style="border-right: 1px solid black; padding: 5px;">Stocks</td> <td style="padding: 5px;">200</td> <td style="padding: 5px;"></td> <td style="padding: 5px;"></td> </tr> </table>	Disp. real	100	Exigible	200	Stocks	200			<p>Las condiciones y plazos de cobro y pago son <i>favorables</i>.</p> <p>Aprovecha las posibilidades de crédito.</p> <p>Autofinancia parte de los stocks y el resto lo financia con el déficit de caja.</p>
Disp. real	100	Exigible	200								
Stocks	200										

ANALISIS DEL SIGNO DE LA TESORERIA Y DEL FONDO DE MANIOBRA (continuación)

FONDO MANIOBRA (Disponible+ Realizable)+ Stocks— (Exig. corto plazo)	COBERTURA STOCKS $\frac{\text{Fondo maniobra}}{\text{Stocks}} \times 100$	SITUACIÓN DE TESORERÍA (ritmo de cobro-pagos) o bien (Disponible+realizable) —(exigible a corto plazo)	$\frac{\text{Ventas}}{12} \cdot \text{pzo. cobro} = (\text{disp.} + \text{realizac.})$ $\frac{\text{Compras}}{12} \cdot \text{pzo. cobro} = (\text{exig. corto plazo})$							
EQUILIBRADO NULO	=0	<p style="text-align: center;">Negativa < 0</p> <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td>Disp. real</td> <td>200</td> <td rowspan="2" style="border-left: 1px solid black; border-right: 1px solid black;">Exigible</td> <td>300</td> </tr> <tr> <td>Stocks</td> <td>100</td> <td></td> </tr> </table>	Disp. real	200	Exigible	300	Stocks	100		<p>Las condiciones y plazos de cobro y pago son <i>favorables</i>.</p> <p>Aprovecha las posibilidades de endeudamiento.</p> <p>No hay autofinanciación de circulante. Financia los stocks con el déficit de tesorería.</p>
Disp. real	200	Exigible	300							
Stocks	100									
DEFICITARIO NEGATIVO	NEGATIVO < 0	<p style="text-align: center;">Negativa < 0</p> <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr> <td>Stocks</td> <td>100</td> <td rowspan="2" style="border-left: 1px solid black; border-right: 1px solid black;">Exigible</td> <td>400</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </table>	Stocks	100	Exigible	400				<p>Las condiciones y plazos de cobro y pago son <i>excesivamente favorables</i>; hay que <i>revisarlas</i> (a lo mejor es normal).</p> <p>Aprovecha las posibilidades de endeudamiento con exceso, hay que <i>revisarlo</i> (a lo mejor son circunstancias normales).</p> <p>El déficit de tesorería permite financiar los stocks y otras partidas de activo.</p>
Stocks	100	Exigible	400							

Para evaluar la situación financiera a corto plazo de una entidad *no hay que considerar solamente* el signo del fondo de maniobra, ni la posición de tesorería expresada por la diferencia de saldos deudores y acreedores a corto plazo. Lo que importa es *si el ritmo de cobros y pagos* es normal para la continuidad del negocio. Esta es la aportación conceptual que intenté exponer en la primera edición de *El diagnóstico financiero de la empresa*, para paliar la equivocada opinión de que sólo si el fondo de maniobra es de signo positivo, la situación de la empresa podía considerarse, por definición, como equilibrada.

3. EL DIAGNÓSTICO DE FONDOS A LARGO PLAZO: LOS APALANCAMIENTOS

Las cargas de una empresa se componen de gastos fijos o de estructura y variables o directos. De hecho, a la larga todos los costes son variables, pero para ciertos análisis financieros, incluso abarcando un conjunto de ejercicios, al observarse que la proporción de costos variables con respecto a las ventas se conserva a través del tiempo, podemos aceptar esta diferenciación como un instrumento útil para analizar las tendencias y la evolución de la estructura de coste.

Empresas que se dedican a una misma actividad pueden tener una composición cualitativa de coste distinta. El hecho de utilizar gran cantidad de mano de obra, en la hipótesis de un país cuya política social no se basa en la libertad de regulación de plantillas, significa una carga de estructura importante que invita a la inversión y a la automatización. La depreciación y el desgaste de dichas instalaciones también se incorpora a los costes de estructura a través del proceso de amortización antes mencionado. La elección entre un procedimiento productivo basado en la mano de obra abundante o en una alta mecanización, cambia sensiblemente el nivel de gastos de estructura. A mayores costes fijos, su proporción con los variables incrementa, cambiando la composición cualitativa de cargas de una empresa. La ampliación de cargas fijas implica que la cifra mínima de facturación para cubrirlas tiene que ser más alta. En consecuencia, el punto crítico es cada vez más elevado y, por otra parte, las variaciones del nivel de ventas para empresas similares, pero con un volumen de costes fijos distintos, comportan efectos sobre los beneficios de diferente magnitud proporcional.

Para expresar este fenómeno, los tratados de análisis financiero actuales recurren a un calibrador denominado «operating leverage», que

traducimos como «apalancamiento operativo», el cual recoge el efecto tijera que se produce sobre el beneficio a partir del nivel de ventas correspondiente al punto crítico.

Pero el apalancamiento operativo no es el único que actúa sobre los beneficios. Existe otro fenómeno de apalancamiento denominado financiero, «financial leverage», que tiene lugar como consecuencia de la elección que hace el empresario en el momento de decidir la forma de financiar las inversiones. Cuando la rentabilidad de éstas es más elevada que el coste de los créditos con los cuales se financiaron, se produce un incremento de la rentabilidad del negocio, es decir, que el rendimiento de los fondos propios arriesgados por los accionistas, aumenta con el simple incremento de un endeudamiento barato. *El dilema del director financiero es la elección entre dos alternativas:* o bien mejorar la rentabilidad de la empresa apalancándolo en detrimento de la liquidez o bien mejorar esta última en perjuicio del rendimiento y retribución de los recursos propios. Ambos extremos son deseables, pero para mejorar la liquidez de una empresa su director financiero debe transformar ciertos activos del balance, inmovilizándolos en otros de mayor disponibilidad, pero inferior rendimiento. Por contra, la reducción de liquidez inmovilizando recursos financieros en forma de activos rentales tiene un límite, más allá del cual se puede crear una situación tensa en el momento de atender las obligaciones de pagos frente a terceros.

La suma de ambos apalancamientos, el operacional y el financiero, se compaginan perfectamente y pueden ser objeto de expresión analítica. De hecho, el apalancamiento operacional definido como el porcentaje de cambio que tiene lugar en el *beneficio de la empresa como consecuencia de un porcentaje de variación ocasionado en la cifra de negocios*, se distingue, entre otras cosas, del apalancamiento financiero porque mientras el primero afecta al resultado de la empresa antes de aplicar los impuestos y el coste de la financiación a largo plazo, el segundo afecta a los beneficios después de liquidar tales intereses e impuestos. Por este motivo, a veces se habla de una primera y una segunda etapa de apalancamiento. Hasta aquí lo dicho puede parecer confuso a un lector no iniciado, pero su comprensión es fácil si se recurre a los ejemplos que desarrollo sobre ese tipo de apalancamiento en la obra ya mencionada.

Desde la aparición de las obras de Joel Dean y Pierre Massé, entre otros autores, la preocupación de proporcionar al estudio de la gestión financiera de las empresas otro enfoque más analítico y científico, dio lugar a un sinnúmero de publicaciones en torno a la gestión de las inversio-

nes, por un lado, y por otro, a la gestión de las fuentes de financiación. El primer aspecto dio lugar a nuevas técnicas de análisis en la selección de proyectos de inversión harto sofisticadas para las empresas medias, pero si muy interesantes desde el punto de vista conceptual, siempre y cuando el estudioso pueda asimilar el alcance y razón de dichas técnicas. El *Capital Budgeting*, como en terminología anglosajona se denominan las técnicas de selección de proyectos, trata de sugerir criterios, basados fundamentalmente en las técnicas de actualización y capitalización de flujos de rentas, para que el ejecutivo pueda tomar decisiones racionales de inversión. Los procedimientos están ampliamente tratados en mi obra *La expansión financiera de la empresa*.

Trataré de decir simplemente que lo denominado «capital» es lo que el empresario invierte en su negocio y que aparece en su balance como la suma de:

$$\begin{array}{r} \text{Inmovilizado bruto} \\ (+) \text{ Fondo de maniobra} \\ \hline (=) \text{ Inversión financiera} \end{array}$$

Aquí nos limitamos a decir que dichas inversiones financieras dan un rendimiento en forma de carencia de recursos. Estos rendimientos fraccionados en períodos son los que se denominan «cash-flow» o recursos generados.

Resumiendo, hay que partir del planteamiento de que en un negocio hay una «inversión financiera» (capital), que debe ser el resultado de una elección entre varias alternativas que dan unos rendimientos distintos en forma de «cash-flow». Las teorías del *Capital Budgeting* tratan sobre ello. Por otro lado, hay el problema de financiar tales inversiones. Como nos referimos siempre a las inmovilizaciones a largo plazo (ajustadas por el signo del fondo de maniobra) que origina la inversión, las fuentes de financiación a analizar deben ser las de permanencia a largo plazo. Precisamente éste es el tema de las teorías sobre la «estructura óptima del capital». Aquí, el capital tiene el sentido de la fuente de financiación a largo plazo, que tanto pueden ser recursos propios, como deudas. En otras palabras, a las decisiones de invertir a largo plazo (*Capital Budgeting*) se le contraponen las decisiones de financiar a largo plazo (*Financial Structure*). Las inversiones financieras dan un rendimiento en forma de «cash-flow», y las estructuras de financiación tienen un coste que se denomina *Average Cost of Capital*. Al castellano se traduce como *Coste del capital* o coste de los recursos financieros. Como

hemos dicho que los recursos pueden ser propios o ajenos, los primeros se retribuyen en forma de beneficios, y los segundos en forma de intereses. Si intentamos ahora conjugar el *Capital Budgeting* con la *Financial Structure*, podemos decir que la rentabilidad que se derive de una buena gestión de inversiones sirve para retribuir a las fuentes de financiación elegidas como estructura de endeudamiento. Pero el objetivo es que de todo ello redunde en favor de una mayor apreciación del valor de la empresa emplazada en un imaginario mercado de valores.

Una empresa con una alta rentabilidad en las inversiones, pero con un excesivo endeudamiento, puede influir en este hipotético mercado de forma desfavorable con respecto a su cotización. Entramos así dentro del mundo fascinante de las teorías de la financiación y de los mercados de capitales, llenos de controversias que no están al alcance de los no iniciados, pero que una sucinta presentación de las mismas pueden encontrarse en mi obra ya mencionada. De esta fuente se han valido muchos economistas modernos para generar sus teorías de valoración de empresas, sus modelos de mercado eficiente e incluso el soporte complementario de las teorías monetarias más actuales.

Conviene ahora explicar en términos muy elementales cómo se calcula el coste del capital. Para ello no vamos a entrar en elocubraciones teóricas sobre dicho concepto. Se trata de indicar simplemente que el coste del capital es el coste de la inversión financiera definida de la forma siguiente:

$$\begin{array}{r} \text{Activo inmovilizado bruto} \\ (\mp) \text{ Fondo de maniobra} \\ \hline (=) \text{ Inversión financiera bruta} \end{array}$$

Aquí, a efectos prácticos, empleamos términos brutos. Esta inversión financiera estará financiada por:

$$\begin{array}{r} \text{Recursos permanentes propios} \\ (+) \text{ Recursos permanentes a largo plazo ajenos} \\ \hline (=) \text{ Inversión financiera bruta} \end{array}$$

En este caso, dentro de los recursos propios, podemos considerar el fondo de amortización. Significa esto que el rendimiento de la inversión financiera debe ser tal que pueda retribuir adecuadamente a los recursos propios arriesgados (incluyendo al fondo de amortización y a

los recursos ajenos). Si suponemos que una empresa tiene una inversión bruta que resulta de la suma de un inmovilizado bruto al precio histórico de 80, más un fondo de maniobra positivo de 20, podemos fácilmente determinar el rendimiento mínimo que debe proporcionar tal inversión para atender no sólo unos costes de financiación impuestos por el mercado de crédito, sino que también para poder sufragar las dotaciones al fondo de amortización (destinado a atender la depreciación anual del inmovilizado valorado en 80), y para atender la rentabilidad mínima exigida por los accionistas que aporten el capital propio del negocio. Vamos a suponer que los accionistas exigen como condición para arriesgar tales fondos un rendimiento del orden del 8 por 100. Por otra parte, que están dispuestos a contratar créditos al coste del 6 por 100, para financiar un 25 por 100 del total de la inversión financiera. Resulta entonces que:

Gastos de amortización	10% × 80 = 8
Intereses financieros	6% × 25 = 1,5
Beneficio esperado	8% × 75 = 6
Coste del capital	15,50
(«Average cost of capital»)	15,50
(antes de impuestos)	

En este supuesto, el coste del capital es del 15,5 por 100, pero también podríamos expresarlo de otra manera diciendo: caso de desear retribuir a los recursos propios arriesgados en el negocio, a un nivel de rentabilidad neta del orden del 8 por 100, *el rendimiento bruto mínimo de la inversión debería ser del orden del 15,5 por 100.*

La decisión sobre la rentabilidad mínima de las inversiones son una de las más frecuentes que toma el empresario. Creemos que éste, conocedor de la estructura de endeudamiento de su empresa, y deseando retribuir sus capitales propios a un nivel determinado, a través del simple razonamiento aquí expuesto, podrá fácilmente elegir la conveniencia de determinadas inversiones de una forma elemental, que naturalmente con- vendría complementar con otras más sofisticadas.

Es muy importante añadir aquí que cuando hablamos de retribución de los recursos propios arriesgados por el empresario en el negocio, no nos referimos a los dividendos, sino al beneficio del ejercicio antes de su aplicación y pago de impuestos. Hacemos esta observación porque con mucha frecuencia en la estimación del coste del capital se tienen en

cuenta solamente los dividendos, cuando en realidad la verdadera retribución del accionista es el beneficio, disponga o no del mismo a través de la vía de reparto. Reconocemos que sobre el tema de los dividendos caben hacer muchas consideraciones que nos invitan a entrar en una polémica que a este nivel de exposición no creemos oportuno abordar.

Hasta aquí ya hemos insistido en que la gestión de inversiones en base de las técnicas del «Capital Budgeting» implica paralelamente una gestión financiera de fuentes de financiación que plantea la problemática del «Financial Structure». Una estructura de capital conteniendo una cantidad de deuda a un determinado precio o interés, puede «apalancar» el rendimiento de los fondos propios de los accionistas de una sociedad. De lo que se trata en primera instancia es precisamente esto: rentabilizar al máximo las aportaciones accionariales.