

EL ANÁLISIS DE ESTADOS FINANCIEROS BAJO DISTINTAS PERSPECTIVAS

Jorge Orlando Pérez

Doctor en Contabilidad

*Profesor de la Universidad Católica de Córdoba y de la Universidad
Nacional de Villa María*

E-mail: jorgeoperez@speedy.com.ar

Resumen

En este trabajo se investigan aquellos aspectos del análisis de estados financieros que merecen –a juicio del autor– un énfasis especial según sea el tipo de usuario que deba utilizar la información.

No se trata la totalidad de las herramientas aplicables, sino que se muestran sólo aquellas cuestiones que merecen un tratamiento especial, realizando un análisis crítico del instrumental, en función a la utilización que le va a dar el contador público.

Los interesados que se consideran en este caso son 3: los acreedores, los inversores y quienes están en la gestión.

Bajo la perspectiva del acreedor se abordan los siguientes problemas y sus posibles soluciones:

- a. Estructura de financiamiento.
- b. El leverage.
- c. Plazo de la obligación.
- d. Destino de los fondos.
- e. Movimiento del flujo de efectivo.
- f. Capacidad de devolución.
- g. Modelos de predicción de insolvencia.

En cuanto a los aspectos que se deben remarcar para aportar información al inversor, se desarrollan los siguientes aspectos:

- a. Calidad de los resultados.
- b. El EBITDA.
- c. Calidad de los activos.
- d. Análisis de los pasivos.
- e. Rentabilidad.
- f. Crecimiento autosostenido.
- g. Barreras de entrada y salida.
- h. Ratios para inversores bursátiles.

Respecto a la perspectiva de la gestión, las cuestiones que se analizan son las siguientes:

- a. Capital de trabajo.
- b. Inversiones a largo plazo.
- c. Financiamiento.
- d. El valor económico agregado (EVA).
- e. Análisis marginal.
- f. La rentabilidad.

Palabras clave: información financiera – perspectiva del acreedor – perspectiva del inversor – perspectiva de la gestión

Abstract

In this paper We investigate those aspects of financial statement analysis they deserve – according to the author – a special emphasis depending on the type of user who should use the information.

Not addressed all applicable tools, but are shown only those issues that deserve special treatment, performing a critical analysis of instrumental, according to the use that will give the public accountant.

Applicants that are considered here are 3: the creditors, investors and those in management.

Under creditor approach addresses the following issues and possible solutions:

- a. Structure of financing
- b. The leverage
- c. Time of obligation
- d. Use of funds
- e. Movement of cash flow
- f. Ability to return
- g. Insolvency prediction models

As for the aspects to emphasize to provide information to investors, develop the following:

- a. Quality of results
- b. EBITDA
- c. Asset quality
- d. Analysis of liabilities
- e. Profitability
- f. Self-sustaining growth
- g. Barriers to entry and exit
- h. Ratios for stocks investors

Regarding the management perspective, the issues discussed are:

- a. Working capital
- b. Long-term investments
- c. Financing
- d. The economic value added (EVA)
- e. Marginal analysis
- f. The profitability

Key words: financial information – creditor’s perspective – investor’s perspective – management perspective

1. Introducción

En la administración financiera de las organizaciones resulta de gran importancia la elaboración de diagnósticos permanentes que permitan establecer el estado actual y las causas de determinada situación; como así también detectar aquellos aspectos que puedan impactar en la situación futura.

Para lograr el objetivo planteado, la utilización de las técnicas de análisis de estados financieros constituyen un soporte substancial, en conjunto con otras herramientas como el análisis de costos y presupuestos. No obstante, su aplicación no puede ser generalizada, según se trate de buscar información para la gestión, analizar inversiones o averiguar la situación de los acreedores.

Se necesitan determinados énfasis según sea el objetivo a satisfacer, buscando aprovechar las potencialidades del instrumental, evitando quedar atrapado en generalizaciones que no respondan a los interrogantes que se busca dilucidar.

No efectuaremos una descripción de todas las herramientas aplicables para cada caso, sino sólo aquellos aspectos que merecen una mirada especial. Dando por sentado además, que un buen análisis financiero requiere de una

adecuada exploración de contexto, tanto de las cuestiones macroeconómicas como las relativas al comportamiento del mercado.

En este trabajo, nos centraremos en la óptica del contador público que tiene que dilucidar el contenido de información financiera para apoyar la toma de decisiones al servicio de distintas finalidades, por ello lo haremos bajo las perspectivas del acreedor, del inversor y de la gestión.

2. Perspectiva del acreedor

Tanto para el acreedor comercial como para el prestamista, el objetivo de ambos estará direccionado a estudiar las condiciones particulares que rodean a la entidad receptora del crédito, para investigar si pudieran existir situaciones que le impidan atender los compromisos futuros.

2.1. Estructura de financiamiento

Cuando una organización toma crédito, en ese momento el tamaño del pasivo se incrementa respecto a los recursos propios. En la mayoría de los casos, con una primera observación del ratio de endeudamiento resulta difícil opinar acerca si el nivel de deuda es soportable por su estructura. Para tener una opinión fundada, es necesario indagar sobre la evolución del ratio, composición de los pasivos, causas de los cambios, relacionarlo con el nivel de operaciones y el impacto que tiene el contexto ante una determinada situación.

Habrà que responder a preguntas del tipo: ¿cómo es el comportamiento frente a los acreedores?, ¿se van cancelando los compromisos normalmente?, ¿hay refinanciaciones forzadas?, ¿tiene fuentes alternativas de financiamiento?

El concepto de flexibilidad financiera es un elemento a tener en cuenta por el acreedor. La cual, se refiere a la participación que tienen los activos corrientes respecto a la totalidad de los recursos. A la entidad que tenga una elevada proporción de activos circulantes, en general le resultará menos complicado enfrentar una situación financiera adversa, ya que podrá recurrir a los mismos para cancelar sus compromisos, frente a otra en donde cuente \times

Por último, habrá que relacionar el nuevo pasivo con la venta pronosticada promedio mensual, lo cual arrojará el equivalente a cuantos meses de venta equivale la deuda, permitiendo observar la modificación del peso de las obligaciones en relación con el nivel de ingresos.

2.2. *El leverage*

Cuando se produce un aumento significativo del pasivo, debe proyectarse la situación confrontando los resultados adicionales que se obtendrían frente al costo del pasivo. Si ante la alternativa de tomar un préstamo, éste presenta un costo neto de impuestos, superior a la rentabilidad futura de sus activos, indicaría la inconveniencia de seguir endeudándose.

No obstante, también puede suceder que el efecto palanca arroje un resultado positivo, en cuyo caso el análisis no terminará allí, sino que habrá que tomar en cuenta si el mismo es inferior al que tenía antes de la situación proyectada. Si es así, está indicando que a pesar que el promedio del costo de los pasivos resulta inferior a la relación EBIT/Activo, el apalancamiento marginal es desfavorable. Con lo cual, los nuevos fondos que se añaden deterioran el ROE (rentabilidad del patrimonio neto), debiendo alertar esta situación al financista.

2.3. *Plazo de la obligación*

A medida que aumenta el plazo, se incrementa el riesgo para el acreedor, debido a que las condiciones de la empresa podrían distar de las actuales. Si bien es cierto que pueden mejorar, por lo general se parte de un supuesto conservador, considerando el deterioro patrimonial que podría ocurrir, en función a la exposición a distintos tipos de riesgo que presente la entidad.

Por lo tanto, ante vencimientos más prolongados, deberán efectuarse análisis de sensibilidad por los cambios que eventualmente llegarían a producirse frente a las debilidades que presente su estructura.

Para analizar el financiamiento a largo plazo, deben confluír el análisis económico y el patrimonial. Tal como lo señala Bernstein (1993:606):

“A largo plazo, los beneficios y la rentabilidad (que implica una capacidad concurrente para generar tesorería procedente de las operaciones en el futuro) son algunos de los indicadores más importantes y fiables del potencial futuro disponible. Los beneficios son los orígenes de tesorería más deseables y fiables para el pago de intereses y el reembolso de principal a más largo plazo.”

Hay que tener en cuenta que lo más importante no son los resultados pasados sino la capacidad de generación de ganancias en el futuro, con lo cual será fundamental evaluar la etapa del ciclo de vida en que se desarrollan los negocios.

2.4. Destino de los fondos

Constituye una cuestión relevante analizar donde serán destinados los fondos, ya que un uso ineficiente de los recursos puede derivar en una imposibilidad de pago en el futuro. El nuevo pasivo podrá financiar el activo corriente o las inversiones de largo plazo; según donde vaya dirigido, merecerá distintos análisis.

Si se trata de un préstamo para fortalecer el capital de trabajo, debe evaluarse: 1) si el fondo de maniobra actual es el necesario, 2) si la velocidad de circulación del efectivo es razonable, 3) si la insuficiencia de capital circulante no se debe a que los recursos de corto plazo son absorbidos por las actividades de inversión o de financiación y 4) si se prevén mayores ventas.

Para el primer punto, habrá que tener en cuenta la composición de los activos y pasivos corrientes y los futuros flujos de efectivo, con la finalidad de determinar la suficiencia del capital de trabajo neto. Si este último es acorde o excede a sus necesidades y el nivel de operaciones se mantiene, un incremento del mismo generará fondos ociosos.

Respecto al uso eficiente, deberá verificarse si los plazos de circulación son los adecuados. Por ejemplo, si se cuenta con un plazo de cobranzas superior al concedido originalmente a los clientes o que el stock se encuentre inmovilizado por un tiempo mayor al razonable. En caso de estar en presencia de algunas de estas situaciones, lo prudente es corregir primero las distorsiones.

Ante el tercer problema, al producirse la insuficiencia de fondos por la absorción de flujo operativo por las otras actividades, ello posiblemente se deba a un error en la política financiera y habrá que evaluar si dichas actividades seguirán demandando recursos en el futuro. Si es así, al nuevo financiamiento habrá que analizarlo en función a las nuevas inversiones, los servicios de la deuda o la distribución de resultados y no en relación al capital de trabajo.

Si se prevé un fuerte incremento de las ventas, y antes de esa situación el capital de trabajo era el mínimo necesario, deberá tenerse en cuenta que no debe aumentar la relación ventas/capital corriente, es decir que el capital de trabajo debe incrementarse en una proporción similar al nivel de actividad, porque de no ser así significaría una escasez del fondo de maniobra para abastecer el incremento de las operaciones (salvo que el plazo de pago supere al ciclo operativo bruto), pudiendo provocar un estrangulamiento financiero de corto plazo, debido a que no estarán los recursos disponibles para cancelar el mayor saldo de proveedores que se origine para financiar el aumento de inventarios

En el caso que la deuda se destinara a financiar el activo fijo, como éstos casi siempre generan un flujo de fondos periódico que tiene una baja proporción

en relación a la inversión, deberá tomarse la precaución que no se atiendan con fondos de corto plazo, a no ser que exista un excedente de capital de trabajo y pueda ser volcado a dicha finalidad.

Para la última situación descrita, por lo general debe preverse que los fondos permanentes (pasivos de largo plazo y recursos propios) sean superiores a la inversión fija, para lo cual se utiliza el siguiente indicador:

$$\frac{\text{Pasivo no corriente} + \text{Patrimonio}}{\text{Activo no corriente}} > 1$$

Si el ratio anterior resultara inferior a la unidad, significará que parte de los activos no corrientes están siendo financiados con pasivos de corto plazo, lo cual implicaría una señal de alarma, ya que los primeros, normalmente no generan suficiente flujo de fondos en el corto plazo, que será necesario para enfrentar las obligaciones contraídas en dicho lapso.

2.5. *Movimiento del flujo de efectivo*

El análisis del estado de flujo de efectivo, en todos los casos constituye una herramienta importante para evaluar la capacidad financiera, ya que responderá a las preguntas que mencionamos a continuación.

¿Si bien la empresa hoy no tiene problemas financieros, podemos considerar que su situación es sana? En algunos casos, puede que se estén cancelando las obligaciones normalmente y no se presenten sobresaltos, pero de observarse que se está generando escaso flujo operativo y a la vez tomando deudas de largo plazo, aquí estamos ante un problema de fondo. De no existir posibilidades de revertir dicha situación en el futuro, el escenario sin duda se complicará, porque cuando se llegue al límite de su capacidad de endeudamiento no se podrá seguir requiriendo financiamiento externo y además habrá que cancelar los compromisos contraídos, con un flujo operativo que seguramente será insuficiente. Aclaremos que estamos refiriéndonos a la persistencia de esta situación, ya que de producirse transitoriamente, por ejemplo para captar nuevos mercados, podría ser tolerable, ya que dicho caso se trataría de una

□

¿Los trastornos financieros que actualmente se están produciendo, responden a cuestiones estructurales? Puede suceder que se esté generando un flujo operativo adecuado, suficiente para generar un crecimiento ordenado. Sin embargo, tal vez el estado respectivo muestre que se han realizado inversiones desmedidas, distribuciones de resultados excesivas o se hubieran cancelado

deudas en forma anticipada. En este caso, se podrá afirmar que los contratiempos se originan por errores en la administración financiera, los cuales habrá que asegurarse que se corrijan para ordenar las buenas condiciones que en principio tendría la empresa.

2.6. Capacidad de devolución

Para chequear si podrán ser atendidos los servicios de la deuda, Palepu, Healy y Bernard (2002:14-8) señalan el siguiente indicador (la simbología es nuestra):

$$cfe = \frac{ebitda}{i + \frac{pd + dp}{(1 - ti)}}$$

Donde:

cfe: cobertura del flujo de efectivo

ebitda: utilidad antes de intereses e impuesto a las ganancias

i: intereses del pasivo

pd: pago de la deuda

ti: tasa de impuesto

dp: dividendos preferentes

Se excluyen los dividendos comunes, porque los mismos son evitables. La justificación de dividir tanto los pagos de deuda como los dividendos preferentes por la uno menos la tasa de impuesto, reside en que al no ser dichos pagos deducibles fiscalmente, se les exige un valor mayor que al pago de intereses (ya que éstos se descuentan para el cálculo del impuesto).

Si la relación anterior arrojará un número por debajo de la unidad, resultaría totalmente desaconsejable otorgar el préstamo, porque está mostrando la insuficiencia de los resultados y por ende del flujo de fondos que se generaría para hacer frente a compromisos ineludibles. Para sobrevivir a largo plazo se requiere de un ratio muy por encima de 1, sobre todo cuando el vencimiento de la obligación es prolongado, ya que en este caso también requerirá la reposición de activos.

Wild, Subramanyam y Halsey (2007:531) a partir de una fórmula que es utilizada por la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos (SEC), que le llaman “Razón de utilidades a gastos fijos” arriban a un indicador que le denominan “Razón de cobertura de las utilidades de los dividendos preferentes”

similar al mencionado por los autores anteriores, pero con mayor cantidad de ajustes. Indicando que se debe tener precaución en aquellas actividades que tienen una importante volatilidad de los resultados, debiéndose exigir en ese caso un cociente mayor que ante la alternativa de un nivel de actividad que resulte estable.

Para interpretar adecuadamente este aspecto, como información adicional, será importante contar con un estado de flujo de efectivo proyectado, donde una vez chequeada la razonabilidad de su construcción, deben sensibilizarse las principales variables para observar hasta qué punto soporta determinados cambios (por ejemplo, ¿qué pasa si?: caen las cobranzas un 10%, se incrementan las remuneraciones un 5%, etc.)

2.7. Modelos de predicción de insolvencia

Se han difundido diversos modelos con la finalidad de predecir situaciones de insolvencia. Los resultados que arrojan los mismos son difíciles de generalizar, ya que son aplicables a determinadas realidades, ubicadas en similares condiciones de tiempo, tamaño, espacio y actividad.

Entendemos que las técnicas de este tipo pueden mostrar mayor eficacia en economías estables, ya que de acuerdo a la situación pasada infieren el comportamiento futuro, sin considerar los cambios en el contexto. Lo cual, como se ha visto en los últimos tiempos, es difícil de considerar en la economía actual. En nuestra opinión, resulta de mayor utilidad aplicar análisis de sensibilidad a situaciones futuras con énfasis en el riesgo asociado. No obstante, como han sido largamente desarrollados en la doctrina, los mencionamos a continuación.

Los modelos, van desde aquellos que lo hacen con indicadores aislados hasta la aplicación de análisis discriminante.

Cuando se aplican ratios contables en un contexto univariado, los mismos se basan en determinadas razones, a las cuales se les atribuye una fuerte correlación a la hora de establecer la salud financiera. Consideran que los indicadores se van deteriorando en un amplio periodo de tiempo (hasta cinco años) anterior a la quiebra. En función a los valores previos que presentaban empresas solventes y quebradas de una muestra seleccionada, los mismos actúan como predictores para otras organizaciones.

Medidas de descomposición de balance. Es un método basado en la técnica estadística de análisis de dispersión. Se fundamenta en el equilibrio que deben mantener las masas patrimoniales. Ciertos cambios de dichas masas, se los considera indicadores precoces de crisis. Aplica la idea de homeóstasis,

en relación a que la organización tiende a buscar relaciones de equilibrio entre los distintos componentes patrimoniales.

Análisis de regresión múltiple. En lugar de utilizar los ratios contables en forma independiente, se los hace en conjunto, es decir en un contexto multivariado. Se determina una función, de acuerdo a la observación de una muestra de empresas y, según sea el valor que resulte, una vez cargadas las relaciones de la empresa que se pretenda analizar, se determina si es o no solvente. Estableciéndose un valor de corte y en función al número que arroje la variable dependiente, por sobre o por debajo del mismo, se la considera saneada o encaminada a la insolvencia.

Análisis discriminante. Es una técnica multivariante, que de acuerdo al número que arroje la función se establece al grupo en que se encuadra el objeto analizado. La formulación matemática diferirá según los autores, de acuerdo a la población que se hubiera considerado en cada caso. El modelo más difundido es el Z de Altman, el cual estableció en 1968 la siguiente relación para una empresa industrial:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,999X_5$$

Donde:

X_1 : Capital de trabajo/Activo total

X_2 : Beneficios retenidos/Activo total

X_3 : Beneficios antes de intereses e impuestos/Activo total

X_4 : Valor de mercado del capital/Valor contable de la deuda

X_5 : Ventas/Activo total

En este caso, cuando mayor es el potencial de crisis, menor es el valor de Z.

3. Perspectiva del inversor

Los distintos métodos conocidos para la valoración de empresas utilizan información contable y del mercado. Si bien no se toma la decisión de invertir con información histórica, la que brindan los estados financieros constituye un buen punto de referencia para validar los supuestos utilizados. Se puede afirmar, que en general, las empresas valen por la capacidad que tienen de generar utilidades. Este concepto involucra al futuro, es decir los resultados que podrían generarse, por lo que resulta muy importante contar con estados prospectivos. Para la elaboración de estos últimos, constituye una buena pla-

taforma observar el desempeño pasado, de manera que se puedan detectar las fortalezas y debilidades en el desempeño económico y financiero.

En un trabajo de Gil (2003), citando a González Sánchez, menciona lo que este último llama *mapping* contable, donde se buscan detectar las variables contables que muestran mayor información sobre la actividad desarrollada y luego se determina el comportamiento de dichas variables, frente a las condiciones del mercado.

3.1. Calidad de los resultados

Cuando nos referimos a la calidad de los resultados, debemos involucrarnos en una lectura pormenorizada del estado pertinente, con el objetivo de indagar el sentido de cada una de las cuentas. Para ello, partiendo de la base que hay que trabajar con moneda del mismo poder adquisitivo, se debe comenzar comparando varios periodos, realizando un análisis horizontal y vertical. El primero, nos posibilitará comprobar si existen variaciones importantes entre cada uno de los periodos y el análisis vertical permite referenciar los distintos costos en relación a las ventas.

El trabajo realizado según el párrafo anterior, nos mostrará cada uno de los conceptos en donde surja alguna distorsión, diferenciando aquellos que son atípicos respecto a los que se espera sigan generándose en el futuro.

También habrá que observar aquellos ingresos y gastos que estén preanunciando un deterioro de la situación. Por ejemplo, una caída continuada de las ventas de una actividad o que los gastos de reparaciones vayan en aumento, esto último posiblemente esté señalando obsolescencia en el equipamiento.

Habrá que detenerse en las ganancias o pérdidas, que se originen por cambios en el valor razonable, analizando cuál es la posibilidad de ocurrencia futura de las mismas, en función a las fluctuaciones de los mercados.

La desviación estándar de la ganancia en un periodo prolongado de tiempo permite observar la estabilidad de lo misma. En caso de producirse un desvío bajo, permite inferir que podría sostenerse en el futuro.

Sin dudas, habrá que prestar mucha atención a las cuestiones del contexto, teniendo en cuenta la manera en que las mismas podrían afectar los resultados venideros.

En definitiva, los resultados importan en la medida que en algún momento los mismos provoquen flujo de efectivo. Ironizando sobre la cuestión, suele afirmarse que el resultado es una opinión, mientras que el flujo de efectivo

es un hecho. A través del siguiente ratio, observamos la medida en que el resultado se convierte en flujo de efectivo

$$\frac{feo}{go + d} \cong 1$$

Donde:

feo: flujo de efectivo operativo

go : ganancia operativa

d: depreciaciones

En una situación normal, no existiendo cambios abruptos al inicio o al final, el cociente arriba indicado debería aproximarse a la unidad. De producirse variaciones significativas ante la condición mencionada, lo más probable es que se deba a modificaciones en los plazos de cobranzas o pagos, como así también a subas o bajás significativas en los niveles de inventarios.

3.2. El EBITDA

El EBITDA (*Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*; ganancia antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) constituye una forma de observar el resultado, que en general los analistas de inversiones le asignan mayor importancia que al resultado final.

Debe quedar claro, que no representa un flujo de efectivo operativo, ni tampoco reemplaza a aquél. Se eliminan los resultados del pasivo, porque éstos tienen que ver con la estructura de financiamiento adoptada, la que en caso de obtener el control de una empresa puede diferir, o incluso obtener financiamiento de terceros a un costo diferente. El impuesto a las ganancias se lo excluye porque tiene relación con los intereses, mientras que las depreciaciones o amortizaciones corresponden a costos hundidos, que no se corresponden con decisiones actuales.

En nuestra opinión, la ventaja del EBITDA es que permite realizar comparaciones entre distintas firmas, aislando cuestiones que no son relevantes según el objetivo del inversor.

3.3. Calidad de los activos

En primer lugar, habrá que investigar la valuación realizada para los distintos activos, a efectos de determinar el valor terminal de los mismos para utilizarlo en el flujo de caja que se utilizará para realizar la valoración de la empresa, por ejemplo el valor histórico de una propiedad inmueble podría distar mucho del valor de mercado.

Será necesario observar detenidamente las estimaciones en las valuaciones, tomando en cuenta las bases sobre las que fueron realizadas; fijando la atención en algunas cuestiones particulares como la provisión por riesgo de incobrabilidad o la desvalorización de inventarios.

Posteriormente, habrá que analizar la eficiencia en el uso de los recursos, prestando atención al ROA (rentabilidad del activo), previo ajuste en la valuación de aquellos que no respondan a la realidad económica. Esta medida, nos da un punto de partida para conocer en general la productividad de los recursos.

A continuación, habrá que bajar al análisis de cada uno de los activos, fundamentalmente si tienen el tamaño necesario o si están sobre o subdimensionados.

Respecto al equipamiento, deberá tomarse en cuenta si el mismo tiene concluida su vida útil, ya que si se observaran valores residuales muy bajos, es posible que actualmente se esté generando un ROA elevado, pero estará preanunciando una demanda de inversiones necesarias para continuar con las actividades.

3.4. Análisis de los pasivos

Será necesario un estudio integral para detectar si existen pasivos ocultos, lo cual no se puede efectuar únicamente con la lectura de los estados financieros, sino que corresponde a la tarea de *due dilligence*, que se realiza previa a la adquisición de empresas.

Habrà que puntualizar las contingencias que no están contabilizadas en el pasivo, por haber considerado en su momento que su probabilidad de ocurrencia era baja, pero no deberá descartarse que las mismas podrían suceder, estimando el impacto que se generaría en ese caso.

También podría ocurrir, que la organización ni siquiera tenga un litigio en su contra, pero sin embargo sea necesario estimar los riesgos de determinados acciones actuales, tales como daños ambientales, que en un futuro podrían generar una demanda de resarcimiento económico.

Para las deudas financieras, habrá que prestar especial atención en aquellas que su importe pueda oscilar en el futuro, producto de variables externas, como el tipo de cambio o la sujeción a tasas variables, en caso que no se hayan efectuado operaciones de cobertura.

3.5. Rentabilidad

Las 2 formas tradicionales de observar la rentabilidad son a través del ROE y del ROA. El primero muestra los resultados finales generados en función a los recursos propios, el que debe ser comparada con el costo del capital propio (incluyendo la prima de riesgo) para evaluar su conveniencia. En definitiva, lo que recibirá en forma directa (a través de dividendos) o indirectamente (aumento del patrimonio) el accionista, por lo que parecería que esta medida es la más apropiada para el inversor, no obstante es necesario realizar algunas advertencias.

Las diferencias entre el ROE y el ROA son producto del apalancamiento financiero. Si el primero supera al segundo, significa que se ha realizado un buen aprovechamiento de los fondos de terceros. Mientras mayor sea la brecha, mejor será el *leverage*, pero habrá que tener en cuenta que se está aumentando el riesgo y se genera un aumento de la dependencia de la rentabilidad en el manejo financiero. Por lo que a largo plazo, habrá una situación más saludable cuando el ROE esté sustentada por una buena rentabilidad de los recursos totales (ROA).

3.6. Crecimiento autosostenido

Diversos autores han planteado fórmulas que permiten aproximar cuál sería el crecimiento posible de sus operaciones, para que resulte compatible con su estructura de financiamiento. Van Horne (1997:821) efectúa un desarrollo a partir de una fórmula de Higgins, que si bien contiene varias simplificaciones resulta una herramienta útil, por lo fácil de aplicar cuando no se cuenta con la información de mayor cantidad de variables para aplicar un modelo de ecuaciones simultáneas. La tasa de crecimiento sostenible planteada es la siguiente:

$$SGR = \left[\frac{(Eq_0 + NewEq - Div) \left(1 + \frac{D}{Eq}\right) \left(\frac{S}{A}\right)}{1 - \left[\left(\frac{NP}{S}\right) \left(1 + \frac{D}{Eq}\right) \left(\frac{S}{A}\right)\right]} \right] \left[\frac{1}{S_0} \right] - 1$$

Donde:

SGR: tasa de crecimiento sostenible

Eq₀: patrimonio inicial

NewEq: aportes de capital

Div: dividendo

$\frac{D}{Eq}$: pasivo/patrimonio

$\frac{S}{A}$: ventas/activo

$\frac{NP}{S}$: margen de utilidad neta

S₀: ventas del periodo anterior

Como supuesto, sostiene el autor que los intereses por el pasivo están incorporados dentro del margen fijado como objetivo y que las depreciaciones son suficientes para mantener el valor de los activos.

Por otra parte, entendemos que además de lo señalado por Van Horne se incurre en las siguientes simplificaciones, que pueden ser importantes: considera el incremento de activos proporcional al aumento de las operaciones, ello es coherente cuando se trata del activo de trabajo, pero difícilmente tenga que ocurrir con el activo no corriente; no diferencia los pasivos por toma de préstamos con otros que presentan características diferentes, como los proveedores; no contempla cambios en ciertas políticas de inventarios, cobranzas o precios; no examina cambios en las condiciones: costos, plazo de pagos.

Más allá de los problemas señalados, al inversor le brinda una herramienta simple que le permite aproximarse al incremento en el nivel de actividad posible, en las condiciones actuales.

En caso de pretender un aumento en las ventas, superior al que arroja la tasa de crecimiento sostenible, se produce un desequilibrio, que impulsará un cambio en algunas de las otras variables.

3.7. Barreras de entrada y de salida

Debido a que las inversiones que otorgan el control de una empresa, se realizan tomando en cuenta un horizonte prolongado de tiempo, es necesario considerar las barreras de entrada, ya que cuando la rentabilidad es superior a la normal, y las condiciones para ingresar en el mercado son bajas, atraerán futuros competidores, lo que posiblemente provoque una caída de la rentabilidad en el mediano o largo plazo.

Las barreras de salida, deben tomarse en cuenta para el caso que la inversión en algún momento no sea rentable y se quiera salir. Si las mismas son altas, la venta de la inversión probablemente será por un valor bajo; un cambio de actividad podrá darse en la medida que sus activos sean flexibles.

3.8. Ratios para inversiones bursátiles

Algunas relaciones útiles y fáciles de obtener de parte de los inversores son las siguientes:

El PER (*price earnings ratio*) = precio de la acción/ganancia anual por acción

Lo anterior, responde a la pregunta sobre cuántos años se requieren para recuperar el valor de la acción con utilidades constantes, sin tomar en cuenta el costo del dinero. Mientras más bajo es el número obtenido, se supone que es más conveniente al momento de la compra. Esto último será así, siempre que las utilidades no caigan y que los resultados se plasmen en dividendos o en mayor valor de las acciones.

Incidencia de la capitalización bursátil = (cantidad de acciones x precio acción)/Patrimonio

Sobre el último ratio, es necesario efectuar las siguientes salvedades:

el numerador (capitalización bursátil) puede estar afectado según la manera en que esté concentrada o atomizada la tenencia de acciones;

el denominador puede sufrir variantes según las alternativas de valuación aplicadas.

Teniendo en cuenta las dificultades mencionadas en el párrafo anterior, puede decirse que el número obtenido representa una aproximación a la proporción de plusvalía o minusvalía que le asigna el mercado.

4. Perspectiva de la gestión

Cuando se informa para la gestión con miras a la toma de decisiones de la gerencia, no es posible quedarse sólo en una tarea de diagnóstico y pronóstico, sino que debe ofrecerse el análisis de alternativas que aclaren sobre los distintos cursos de acción. Teniendo en cuenta además, que en este ámbito es posible contar con información que complete y enriquezca a la brindada por los estados financieros.

4.1. Capital de trabajo

El nivel que debe tener el capital de trabajo dependerá fundamentalmente de la velocidad de los flujos de ingresos y egresos de fondos. Una de las fórmulas para establecer el mismo es la que señalamos a continuación, a partir de una propuesta por Bodie, Merton y Vinitzky (2006:622), la cual modificamos en su presentación y en algunos de sus componentes.

$$ct = \frac{ef}{\frac{p}{co - pef}} + \left(up \frac{evu}{\frac{p}{co - pev}} \right)$$

ct: capital de trabajo requerido

ef: erogaciones fijas

p: periodo considerado (ej: 365 días, 12 meses)

co: tiempo que demora el ciclo de operaciones

pef: plazo promedio ponderado en que vencen las erogaciones fijas

up: unidades a producir

evu: erogaciones variables unitarias

pev: plazo promedio ponderado en que vencen las erogaciones variables

Deberá prestarse mucha atención a la velocidad de circulación del ingreso y salida de efectivo. Una prolongación de los plazos de cobranza o del inventario, genera mayores requerimientos de fondos; mientras que sucede lo contrario con los vencimientos de los proveedores.

4.2. *Inversiones a largo plazo*

No nos referiremos aquí a los conocidos métodos de evaluación de inversiones, que sin duda la organización deberá efectuar a la hora de decidir el aumento del activo no corriente; en este caso mencionaremos sólo las cuestiones claves que surgen del análisis de la información de los estados.

A la hora de analizar tanto la productividad del capital como el respaldo patrimonial, el rubro “Propiedad, Planta y Equipo” debería considerarse a valores revaluados, ya que el costo histórico corresponde a una decisión pasada y es poco relevante para las decisiones futuras.

En un plazo prolongado de tiempo (alrededor de 10 años) habrá que observar la tendencia de la inversión en maquinarias y equipamiento, cuando los ingresos generados tienen una fuerte correlación con los montos invertidos. Si al tomar el valor residual – en términos de moneda homogénea -, se visualiza una tendencia decreciente, es posible que se esté en presencia de un equipamiento obsoleto, ya que las incorporaciones han resultado inferiores a las depreciaciones, salvo que hubieran existido cambios en el sistema de producción.

Al efectuar el *benchmarking* con entidades que realicen la misma actividad, se podrá constatar la productividad de estas inversiones a través de la siguiente relación: Ventas/Inversiones en equipamiento. Por supuesto, que debe tomarse la precaución que el activo considerado esté medido sobre bases similares, ya que no sería compatible comparar costos históricos con valores revaluados.

4.3. *Financiamiento*

Desde el teorema MM de Modigliani-Miller hacia nuestros días, se han efectuado desarrollos muy interesantes con el objeto de establecer la estructura óptima de capital para una firma. No obstante ello, en general dichos estudios están referidos a grandes empresas que funcionan en un contexto de mercados de capitales y financieros altamente desarrollados.

En Argentina y en muchos países latinoamericanos nos encontramos con las siguientes realidades:

las empresas que cotizan en el mercado de valores, constituyen un porcentaje ínfimo respecto al total; por lo tanto para éstas, el capital propio está restringido a nuevo accionista o socio, como así también a los aportes que el propietario actual pueda realizar;

los préstamos a los que acceden las pymes* s por lo general presentan costos más elevados porque se considera que tienen un riesgo más alto;

los proveedores de fondos de terceros, toman en cuenta no sólo la capacidad de generar resultados del ente, sino también que la firma cuente con respaldo de capital propio, para disminuir el riesgo que asumirán.

Por el lado de la inversión en activos, es necesario analizar en primer lugar si el ROA resulta superior a las tasas de costo de capital ajeno (deducido el efecto impositivo sobre los intereses) y propio. Si una sola de las fuentes de financiamiento tuviera un costo superior al ROA, no habrá alternativas que considerar, sólo podrá evaluarse la de costo más bajo. Si en cambio la rentabilidad de la inversión es inferior a las dos, cualquier decisión resultará antieconómica.

Entendemos que la consideración de las fuentes de financiamiento puede tomarse en dos instancias distintas:

Con un nivel de activo que viene de un periodo anterior, de manera que la decisión consistirá en analizar un cambio en la mezcla actual de las fuentes. Tomando en cuenta que la proporción del patrimonio no puede reducirse hasta un nivel que resulte demasiado riesgoso para los proveedores de financiamiento externo, lo que imposibilitaría el acceso a esta última fuente.

Ante un incremento del activo, resolver en ese caso la estructura de capital adicional, para lo cual no habrá que calcular el *leverage* total, sino el marginal. Si se tomara en función al primero, se podría arribar a una decisión equivocada, ya que una mala rentabilidad adicional podría escurrirse en la buena performance de los activos actuales.

Entendemos que el financiamiento debería ser analizado por tramo, observando en cada caso la conveniencia de capital propio o ajeno. En el caso del financiamiento de terceros se debe considerar que el riesgo de insolvencia crece a medida que aumenta el pasivo. Partiendo de un piso de patrimonio, ya que los acreedores están dispuestos a soportar un riesgo limitado.

4.4. El valor económico agregado (EVA)

El enfoque del EVA responde a un criterio económico, partiendo de la premisa que la inversión será conveniente, siempre y cuando los resultados que la misma genere superen al costo del capital.

Entendemos, que este análisis resulta de mucha utilidad, cuando se trata de evaluar alternativas, por ejemplo producir el producto A o el B. Si el producto A presenta un resultado después de impuestos y antes de intereses de \$100.000, necesitando activos por \$700.000. Mientras que el B su resultado medido sobre las mismas bases que el anterior es de \$60.000, necesitando activos por \$250.000. Siendo el costo de capital (propio y ajeno) del 10%.

En ese caso el producto A generará un EVA de \$30.000, mientras que el B de \$35.000. Resultando la última la opción más conveniente, a pesar que tiene una ganancia sensiblemente inferior a la otra.

4.5. *Análisis marginal*

Los estados financieros presentados para terceros no contemplan la segregación en costos fijos y variables. Para la gestión resulta fundamental esta separación, en decisiones que involucran la continuidad de una línea, producir o comprar, ventas adicionales, etc.

Si bien existe consenso, que para valuar los inventarios en los estados financieros el método de costo completo es el más apropiado, el mismo pierde relevancia cuando se trata de analizar caminos alternativos.

Por otra parte, este análisis debe realizarse con una mirada amplia. Puede suceder que ante la alternativa de un producto que presente contribución marginal negativa, en principio merecería desaconsejarse su continuidad, sin embargo antes debe tomarse la precaución de analizar si el mismo no presenta sinergia sobre otros. Por ejemplo, podría suceder que la contribución marginal en la fabricación de sillas sea negativa, pero si se discontinúa su producción podría provocar una caída en la venta de mesas, pudiéndose llegar a una contribución marginal total inferior a la que tenía anteriormente.

4.6. *La rentabilidad*

Es fundamental que el análisis de la rentabilidad la dirección lo realice en función a los objetivos de la organización y a la etapa que se encuentre en su ciclo de vida.

En la etapa inicial, se requerirán mayores inversiones y los resultados seguramente no serán los ideales. En la madurez, es cuando debería llegarse a una situación óptima.

Es importante que el ROA actúe como la “polea de tracción” para el resto de indicadores. Apoyándonos en el mismo y a través del análisis de DuPont, desagregando los distintos componentes que hacen tanto al resultado operativo como a la inversión en activos, podemos establecer una serie de ecuaciones interrelacionadas que nos permitan verificar el impacto de cada uno de los cambios propuestos.

Una vez obtenido el mejor ROA posible, resta definir el modo de financiamiento y los costos que se generarán, según sea el camino elegido, debiéndose comprobar que el *leverage* no resulte desfavorable.

Respecto al ROE, es importante destacar las limitaciones que el mismo presenta según Higgins (2004:41), para de esa manera poder evaluarlo adecuadamente, y que son: a) problemas de sincronización, ya que mira el pasado y no el resultado de las acciones futuras, b) problemas de riesgo, porque puede lograrse un indicador alto asumiendo riesgos importantes que pueden complicar el futuro y c) el problema del valor, debido a que habría que considerar el patrimonio a valores de mercado.

5. Conclusión

Las herramientas aplicables al análisis de estados financieros requieren adaptaciones según la actividad del ente y de acuerdo al objetivo perseguido. En este caso, hicimos referencia a este último aspecto, atendiendo a las necesidades de acreedores, inversores y directivos.

El requerimiento de una mirada especial que conduzca al objetivo perseguido según las necesidades particulares del usuario, entendemos que resulta de importancia para no distorsionar la interpretación de las salidas de la información.

Para el acreedor tendrá relevancia la estructura y composición de los pasivos, que los fondos suministrados sean utilizados eficientemente, enfatizando para las obligaciones de largo plazo la capacidad futura de generación de resultados.

Al inversor le interesará particularmente encontrar una sana estructura patrimonial, si los resultados pasados son sostenibles en el futuro y que los activos tengan capacidad de generación de utilidades.

En cuanto al análisis para la gestión, los estados financieros constituyen la “materia prima” del trabajo, la cual debe adaptarse, añadiéndole información de uso interno que posibilite seleccionar la mejor alternativa posible, atendiendo a las particularidades de la organización, las características del contexto, la aversión al riesgo y los objetivos de la firma.

Bibliografía

Bernstein, L.A. (1993). "Análisis de Estados Financieros". Sastre Vidal. Barcelona.

Bodie, Z; Merton, R.C. y Vinitzky, G.M. (2006). "Finanzas y Gestión". Pearson. México.

Brealey, R.A.; Myers, S.C. y Allen, F. (2006). "Principios de Finanzas Corporativas". Mc-Graw Hill. Madrid.

Díez de Castro, L.T. y López Pascual, J. (2001). "Dirección Financiera". Pearson. Madrid.

Dumrauf, G.L. (2003). "Finanzas Corporativas". Grupo Guía. Buenos Aires.

Drimer, R. (2011). "Teoría del Financiamiento". Buyatti. Buenos Aires.

Fowler Newton, E. (2011). "Análisis de Estados Contables". La Ley. Buenos Aires.

Gil, J. (2003). "Cómo orientar los estados financieros hacia la valuación de empresas". Publicado en la revista "Profesional y Empresaria (D&G)". Noviembre 2003. Buenos Aires.

Higgins, R.C. (2004). "Análisis para la Dirección Financiera". Mc-Graw Hill. Madrid.

Koopczynski, F. (1996). "*Prospective financial statement analysis*". John Wiley & Sons. New York.

Martín Marín, J.L. (1986). "EL pronóstico del fracaso empresarial". Publicaciones de la Universidad de Sevilla. Sevilla.

Martínez Abascal, E. (2005). "Finanzas para Directivos". Mc-Graw Hill. Madrid.

Palepu, K.G.; Healy, P. y Bernard V. (2002). "Análisis y valuación de negocios: mediante estados financieros". Thomson. México.

Wild, J.J.; Subramanyam, K.R. y Halsey, R.F. (2007). "Análisis de Estados Financieros". Mc-Graw Hill. México.

Tomás, J.; Amat, O y Esteve, M. (2002). "Cómo analizan las entidades financieras a sus clientes". Gestión 2000. Barcelona.

Van Horne (1997): "Administración Financiera". Pearson. México

Viegas, J.C. y Pérez J.O. (2011). "Confeción de estados financieros prospectivos y control de auditoría". Buyatti. Buenos Aires.

Yardín, A. (2009). "El análisis marginal". Instituto Argentino de Profesores Universitarios de Costos. Buenos Aires.