

VISION GLOBAL DE FINANZAS. LAS FUNCIONES QUE COMPONEN LA GESTION FINANCIERA Y SUS INTER-RELACIONES

Por: Dr. Alfonso Osorio Russi

1. EN QUE CONSISTE LA FUNCION FINANCIERA?

Contestar la primera pregunta que nos hemos formulado en este ensayo es más complicado de lo que aparenta, pues el financista es un personaje muy complejo. La prensa y otros medios de divulgación popular nos lo presentan en una gran variedad de imágenes que fluctúan desde la del contador tradicional, responsable por la integridad fiscal de una empresa, hasta la del capitalista grande cuya influencia se siente en la mayoría de los sectores de la economía y cuyos actos, siempre rodeados de misterio, son capaces de causar gran emoción en los mercados de dinero. Tenemos contadores-financistas, banqueros-financistas, inversionistas-financistas, burócratas-financistas, gerentes-financistas.

Entonces, qué es un **financista**? Qué funciones desempeña? Las definiciones de finanzas son múltiples y en general incompletas e insatisfactorias. A través del tiempo, la función financiera ha evolucionado de una que inicialmente consistía en administrar la liquidez de la empresa, o sea manejar las cuentas bancarias y obtener la financiación necesaria, hasta llegar a ser probablemente la función que más abarca y que más influye sobre la dirección y desempeño de una empresa.

En sus términos más sencillos, la función financiera es aquella que se ocupa de la consecución y el uso de recursos financieros para desarrollar alguna actividad económica. La responsabilidad final del financista es la de manejar con la máxima eficacia posible los rubros del Balance General y, por ende, del Estado de Pérdidas y Ganancias de su entidad. Al traducir esta definición a una empresa moderna encontramos uno o más financistas cuyas responsabilidades son múltiples y diversas y entre las cuales se podrían encontrar las siguientes:

- Responsabilidad por el desarrollo contable y la transmisión de la información contable a través de la empresa.

- La habilidad con la cual el financista puede desarrollar sus otras funciones, dependen fundamentalmente de la calidad, cantidad y frecuencia de la información contable que recibe.
- Para que esta información tenga valor se requiere que sea importante, oportuna, veraz, exacta, completa, adecuada, asequible y consistente.

Responsabilidad por la consecución y administración de los fondos de la entidad. El papel del financista exige que éste se desempeñe con facilidad dentro de los mercados de capital nacionales e internacionales y conozca los portafolios de productos y servicios financieros de las entidades crediticias.

- Su relación con los prestamistas e inversionistas (accionistas) debe ser muy estrecha ya que éstos componen las principales fuentes de financiación para su entidad. El financista necesita estar al tanto de las reacciones que este grupo de inversionistas y prestamistas tenga hacia las decisiones que la empresa tome respecto a inversiones que se decidan efectuar, dividendos que se decidan a pagar, nuevas deudas que se piensen contraer, esto es que es responsable de la estructura financiera de la empresa y la minimización de los costos de financiamiento.
- Adicionalmente, un financista que no conozca profundamente el funcionamiento de los mercados de capital, es decir, de las fuentes de financiación con sus respectivos costos y disponibilidades, y el medio ambiente económico en la cual se desempeña, no podrá ser eficaz en sus decisiones con respecto a la mejor forma de financiar sus operaciones, y la combinación óptima de las fuentes de financiamiento.
- Responsabilidad en la evaluación y selección de inversiones. Por ser el individuo mejor informado sobre la disponibilidad de fondos y

sus costos respectivos, el financista se ha vuelto una persona con gran influencia en las decisiones de cómo usar los recursos de la empresa, ya sea en operaciones corrientes o en inversiones a corto y largo plazo.

- En la administración de la empresa moderna, donde la eficacia del uso de cada peso de capital cae bajo la lupa de análisis y discusión, los procesos administrativos para preparar y controlar el presupuesto de operación, el presupuesto de capital (las decisiones para invertir en activos fijos) y la administración eficiente del capital de trabajo (o sea, la definición de los niveles óptimos de caja, inversiones temporales, cartera e inventarios), han cobrado gran importancia y la influencia del financista en ellos está en continuo ascenso.
- Responsabilidad administrativa por departamentos tales como los de sistemas, tributaria, comercio exterior, auditoría, tesorería, crédito y cartera, nómina, etc. En la medida en que estas funciones se interrelacionan fuertemente con la función financiera, estos departamentos tienden a depender del gerente financiero.
- Responsabilidad en participar en el análisis interno y del entorno para la formulación de la estrategia corporativa, los objetivos, las políticas y las metas de la empresa.
- La función financiera como ha sido descrita, es indiscutiblemente general y no pretende ser una lista exhaustiva de las responsabilidades del financista. No obstante, bajo con la anterior descripción, podemos visualizar al financista como el funcionario que, apoyado en el análisis de la información interna contable e información externa económica, toma una serie de decisiones (o por lo menos, hace sugerencias) con respecto a cómo se debe usar y conseguir el dinero, lo cual trasciende a fronteras organizativas trazadas en el organigrama.

2. CUAL DEBERA SER EL OBJETIVO PRIMORDIAL DE LA FUNCION FINANCIERA?

Al contestar este segundo interrogante que nos hemos planteado, existe una tendencia a pensar en el estereotipo del financista y a responder con demasiada rapidez: **"La meta del financista consiste en maximizar utilidades"**.

No obstante su aceptación general, este planteamiento del objetivo de la función financiera ignora dos puntos de suma importancia, a saber:

- Maximizar la rentabilidad, pero a qué plazo? Con mucha frecuencia hay empresa que toman decisiones perjudiciales para su responsabilidad a corto plazo, pero de las cuales se esperan unos beneficios (frecuentemente muy intangibles) en un futuro, tales como inversiones que hacen las empresas para el desarrollo de su personal, en propaganda e imagen pública, en investigación y desarrollo, etc.
- Recientemente ha habido un gran auge en la literatura con respecto a la responsabilidad social de la empresa, que la obliga a apoyar y a retroalimentar a la comunidad que sirva y que le permite funcionar.

Algunos autores han llegado a sugerir que el objetivo gerencial debería ser el de lograr simplemente que su empresa sobreviva, que exista o que por lo menos permanezca en el mercado. Aún sin aceptar esta posición, debemos reconocer que mal haríamos en no aceptar la importancia de los objetivos sociales de cada entidad y en enmarcar el objetivo financiero dentro de un marco tan restrictivo como es de las utilidades.

Para darle cabida a las inquietudes previamente mencionadas, la literatura financiera ha endosado como OBJETIVO PRIMORDIAL DEL FINANCISTA EL DE MAXIMIZAR EL VALOR DE LA EMPRESA. La palabra valor implica valor con respecto a los objetivos de la entidad y en un largo plazo.

Por ahora, podemos suponer que el valor de una empresa está medido adecuadamente por la comunidad de inversionistas quienes, con base en la oferta y la demanda que expresen por tener la acción de una empresa, establecen el precio de mercado de la acción. Este supuesto no se realiza en ningún mercado de valores, donde los precios de las acciones están influenciadas por una serie de factores endógenos al buen o mal manejo de la gestión financiera o exógenos a ella, como se aprecia en el cuadro 1.

No obstante la dependencia del precio de una acción en el mercado de valores de toda una gama de factores, muchos de los cuales no están bajo el control de la empresa, podemos suponer que durante un período de tiempo suficientemente largo que cubra períodos de auge y depresión bursátil, el precio promedio de la acción es un reflejo adecuado del valor de una empresa.

Lo que nos resta ver es en qué forma se interrelacionan las diversas funciones financieras para establecer el valor de una empresa.

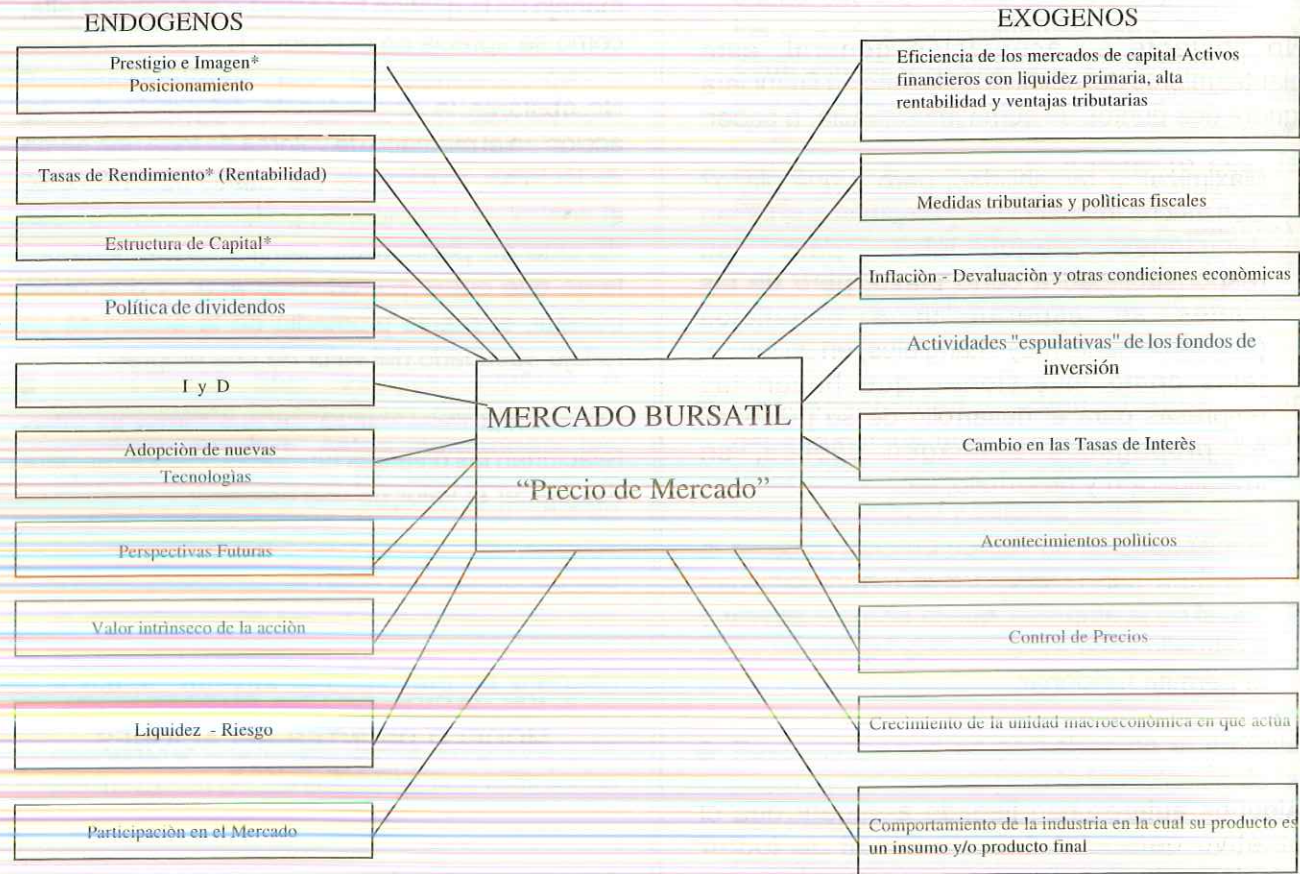
3 VALUACION DE UNA EMPRESA: UN MODELO DE INTER-RELACIONES FINANCIERAS

En el cuadro 2, vemos un modelo gráfico que pretende demostrar las inter-relaciones entre distintas funciones o variables financieras y cómo éstas influyen el valor de una empresa, reflejado en su precio bursátil o de mercado.

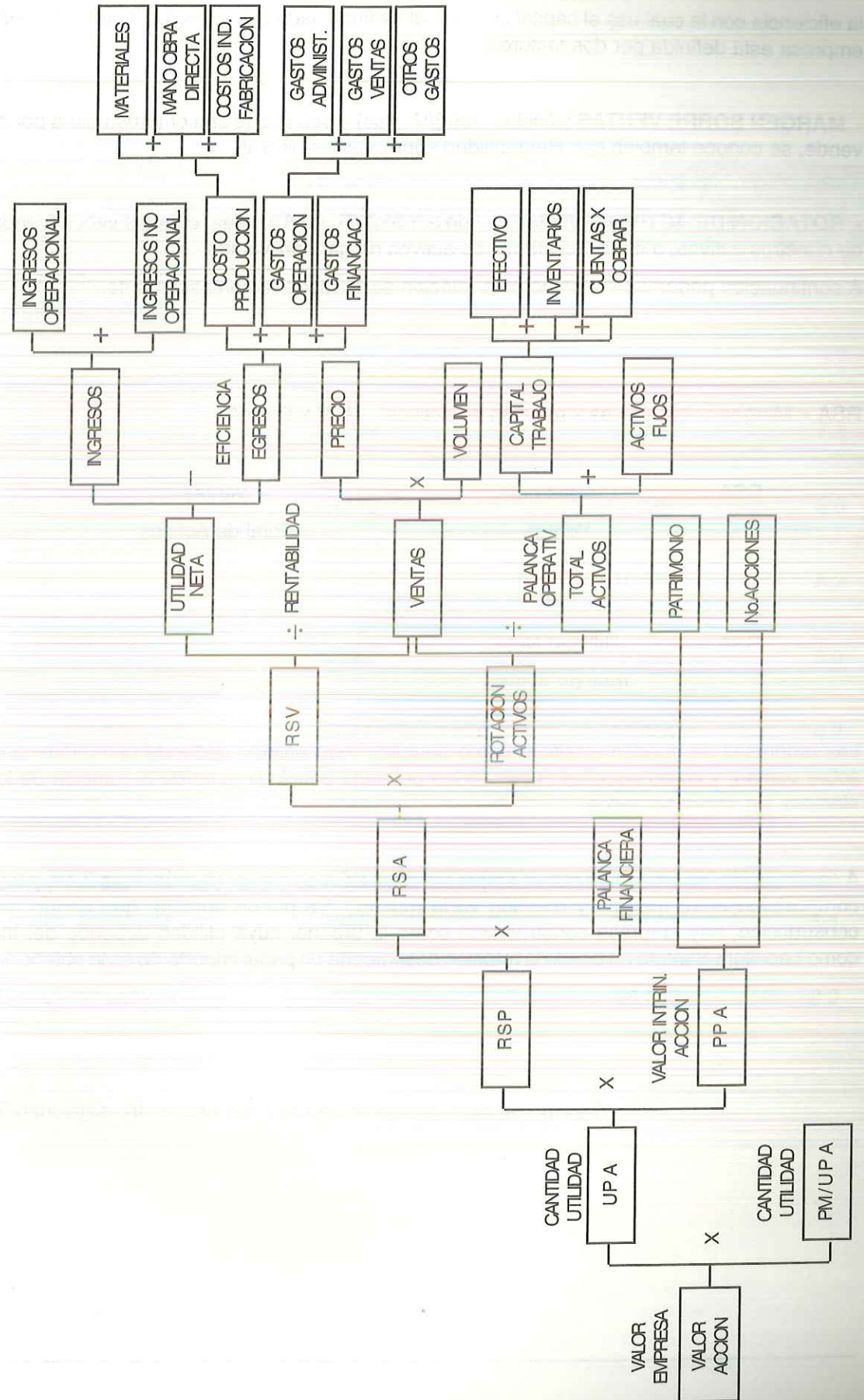
3.1 Derivación del Retorno sobre Activos (RSA)

En la sección 1, vimos que una de las funciones primordiales del gerente financiero es la de evaluar las decisiones de inversión en activos nuevos, así como la de administrar los activos existentes de la empresa. El RSA refleja la eficiencia con la cual la empresa está utilizando sus activos y por tanto,

CUADRO 1
ALGUNOS FACTORES QUE INFLUYEN EN EL PRECIO DEL MERCADO DE LA ACCION DE LA EMPRESA



CUADRO 2
MODELO DE INTERRELACIONES FINANCIERAS
Objetivo Estratégico de la Gerencia Financiera



la eficiencia con la cual usa el capital con el cual ha financiado sus activos, La utilidad operacional de una empresa está definida por dos factores:

- **MARGEN SOBRE VENTAS** (Utilidad Neta)/Ventas) o sea lo que una empresa gana por cada peso que vende, se conoce también con Rentabilidad sobre Ventas (R.S.V).

- **ROTACION DE ACTIVOS** (Venta/Total de activos) (R. de A.) o sea, cuantas veces "vendemos" el valor de nuestros activos, o la capacidad de los activos de generar ventas.

A continuación podemos ver cómo esta relación se sostiene matemáticamente.

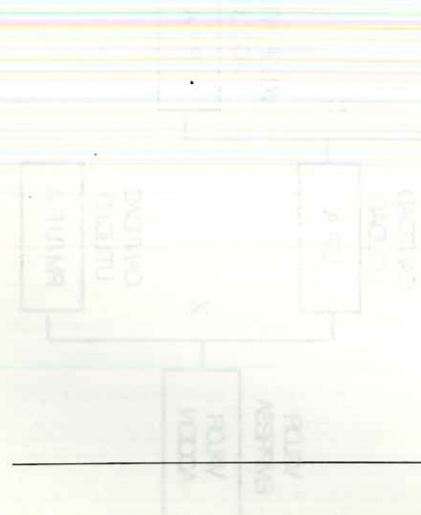
$$RSA = \text{Margen sobre ventas} \times \text{rotación de activos} = RSV \times R \text{ de A}$$

$$RSA = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Total de Activos}}$$

$$RSA = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Total de Activos}}$$

Las empresas se pueden clasificar como aquellas cuya utilidad depende primordialmente del margen sobre ventas, y como aquellas cuya utilidad proviene principalmente de la rotación de los activos; por ejemplo, los supermercados.

A continuación, se presentan nueve empresas cuyo RSA es similar (fluctúa entre 7.1% y 9.0%), pero cuya composición entre margen y rotación varía mucho. Se puede apreciar que dentro del sector de la construcción, hay empresa constructoras como la urbana, cuya utilidad depende del margen, y otras como Ladrillera Santafé en donde la rotación desempeña un papel importante en la obtención de utilidades.



CUADRO 3

| Empresa | Rotación Ventas/T.Activos) | Margen (Utilidad N./Ventas) | RSA % |
|--|-------------------------------|--------------------------------|----------|
| Blanco y Rojo & Cía. (productos farmacéuticos, perfumería) | 1.7842 | 5.040 | 9.0 |
| Uniroyal Croydon | 1.7049 | 4.242 | 7.2 |
| Caucho Eterna | 1.1449 | 7.029 | 8.0 |
| Ladrillera Santafé | 1.0540 | 10.800 | 8.2 |
| Bavaria | .9332 | 8.636 | 8.0 |
| Cine Colombia | .7671 | 10.800 | 8.2 |
| Paz del Río | 4949 | 14.420 | 7.1 |
| Productora de Agregados (explotación minas, areneras) | .3928 | 18.180 | 7.1 |
| La Urbana (Bienes inmuebles) | .1315 | 60.000 | 8.0 |

1) Razones Financieras calculadas con base en datos del "Manual Bursátil"

En este momento surge el interrogante obvio de "¿Qué factores determinan la composición del RSA de una empresa?".

La respuesta es, que éste depende de la composición de los costos operacionales de la empresa. El proceso de industrialización ha sido el de buscar la forma de hacer las cosas con más productividad, eficiencia y economía, es decir, buscar incrementar el margen rentable de la producción. La industrialización, con sus corolarios de producción en masa y economías de escala, es intensiva en capital (altas inversiones en activos fijos) y, por ende, es altamente comprometedora.

Expresado en otros términos, en su función de administrar los activos de una empresa, el gerente financiero se ve enfrentado a la necesidad de introducir nuevas tecnologías y, por tanto agregar nuevos activos a su organización con el fin de que ésta sea más productiva y eficiente y por ello más rentabilidad potencial, estas inversiones de expansión tecnológica implican un mayor compromiso para la empresa ya que ésta ahora está obligada a generar un retorno aceptable sobre los nuevos activos adquiridos con estas inversiones.

En términos financieros, el aumento de la proporción de costos fijos en el total de costos de una empresa, aumenta su punto de equilibrio y por tanto su riesgo operacional. En resumidas cuentas, la composición del RSA de una empresa, lo que sea conoce como **Palanca Operacional** y, en particular la tendencia a sacrificar rotación por margen es de interés del gerente financiero por su impacto sobre el riesgo y estabilidad de la empresa.

3.2 Derivación del Retorno Sobre Patrimonio (RSP)

Así como el RSA es un reflejo de la eficiencia con lo cual la empresa usa sus recursos, o sea, con lo cual administra sus activos, el RSP es un reflejo de la eficiencia con la cual la empresa financia, o consigue esos activos. Básicamente podemos distinguir sobre el lado derecho del balance dos tipos de financiación, a saber:

- **Recursos Propios.** Estos son los recursos que han sido aportados por los dueños de la empresa, o son utilidades retenidas. El retorno que obtienen los propietarios de la empresa o

sea el dividendo por acción (D.P.A), está en la utilidad generada en el ejercicio.

- **Recursos Ajenos.** Estos son recursos que la empresa ha recibido de terceros en calidad de préstamo. La empresa deberá devolver estos recursos después de un término dado y en la mayoría de los casos deberá pagar un interés fijo por su uso.

La forma como la empresa combina las proporciones de recursos propios y ajenos se conoce como la "**Palanca Financiera (P.F)**". Siempre y cuando la rentabilidad que una empresa pueda generar con una nueva inversión supere el costo de una deuda con terceros, los dueños y accionistas de la empresa saldrán beneficiados puesto que recibirán una utilidad adicional sin haber hecho ninguna inversión propia.

Pero hay una razón básica por lo cual el endeudamiento debe considerar con gran cautela. La naturaleza del interés que la empresa deberá pagar por su deuda, es la de un costo fijo que aumentará la proporción de estos en la empresa y que, por consiguiente, aumentará el punto de equilibrio total y el riesgo total inherente de ésta.

Adicionalmente, el retorno sobre la inversión efectuada con los recursos adecuados rara vez es fijo, sino que fluctúa con los ciclos operativos de la empresa. En resumidas cuentas, el mayor uso de endeudamiento o "palanca financiera" por parte de una empresa, puede producir mayores utilidades para los dueños de ésta; pero simultáneamente, este endeudamiento aumenta la inestabilidad o riesgo de estas utilidades al comprometer a la empresa a cubrir un mayor monto de costos fijos.

La "**Palanca Financiera (P.F)**" expresada en términos algebraicos es la relación; total activos/patrimonio, la cual no es sino una variante de la conocida razón de endeudamiento (Pasivo / Total de Activos); ambos miden la proporción de recursos propios y ajenos utilizada por la empresa en su financiación. Por ejemplo, si la razón total activos/patrimonio, fuera de 4 veces, entonces sabemos que uno de cada cuatro pesos proviene de recursos propios, es decir, que tres cuartos (%) de los recursos (75%) pertenecen a terceros.

Matemáticamente la relación entre RSA (Retorno Sobre Activos) y RSP (Retorno Sobre Patrimonio) que aparece en el modelo de inter-relaciones es:

RSP = "Palanca Financiera" x Retorno Sobre Activos

$$RSP = P.F. \times R.S.A.$$

$$P.F. = \frac{\text{Total activos}}{\text{Patrimonio}}$$

$$RSA = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Total Activos}}$$

$$RSP = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Total Activos}} \times \frac{\text{Total Activos}}{\text{Patrimonio}}$$

$$\text{Por lo tanto: } RSP = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$$

De lo anterior, entonces se puede deducir que la característica más sobresaliente de esta área de la función financiera, la de la administración de la financiación, es que una empresa puede volverse más rentable simplemente cambiando la estructura de recursos que usa, sin mejorar en ningún momento su eficiencia o rentabilidad operativa.

3.3 Derivación de la Utilidad por Acción (U.P.A) (La cantidad de utilidad)

La Utilidad por Acción (U.P.A), es la utilidad neta de una empresa como patrón final para evaluar su rentabilidad. Esto se debe a que con frecuencia las empresas emiten acciones para financiar inversiones nuevas. (si estas inversiones producen alguna rentabilidad, aumentarán la utilidad neta de la empresa). Pero si el incremento proporcional en la utilidad por estas nuevas inversiones es inferior al aumento proporcional en el aumento en el número de acciones suscritas, se producirá una disminución en la UPA de la empresa que se conoce como **Dilución de utilidades**. Por esta razón, en el modelo de inter-relaciones, multiplicamos el RSP por el **Patrimonio por**

Acción (PPA) o Valor Intrínseco de la Acción y no por el patrimonio neto de la empresa (este último nos daría la utilidad neta de la empresa).

Matemáticamente vemos que:

$$RSP = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$$

$$\text{Patrimonio por acción (P.P.A)} = \frac{\text{Patrimonio}}{\# \text{ de acciones}}$$

$$UPA = RSP \times P.P.A.$$

$$UPA = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}} \times \frac{\text{Patrimonio}}{\# \text{ de acciones}}$$

$$\text{de donde } UPA = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\# \text{ de acciones}}$$

La UPA nos muestra la cantidad de utilidad de una empresa en un momento dado; sus raíces se extienden a lo largo de todas las fases y decisiones operativas y financieras de ella.

Si la UPA sube o baja de un período a otro, podemos analizar si este cambio se debió a un aumento de precios o a una reducción de gastos (margen); si se debió a una reducción de activos ociosos o a un aumento de activos muy eficientes en términos de ventas (rotación); o si fue propiciado por un cambio en la estructura financiera de la empresa (**Palanca Financiera**). Pero la UPA de por sí, no mide la estabilidad de esa utilidad, ni nos dice cuál podrá ser su comportamiento futuro.

En términos del valor de una empresa, su UPA en un momento dado no nos dice mayor cosa puesto que, si el comportamiento futuro de la UPA de una empresa es de ascenso y el de otra empresa es de descenso o estancamiento, el valor de estas empresas no puede coincidir aún cuando las UPA actuales sí pueden ser las mismas.

En conclusión, la cantidad de utilidad de una empresa (UPA), es un concepto muy distinto al de la calidad de esta utilidad en términos de su potencial de crecimiento y estabilidad futura.

3.4 Derivación del Precio del Mercado (valor) de una empresa (su cantidad de utilidades)

No podemos comparar los precios de diversas acciones en términos absolutos. Hacer esto es como decir cuánto vale una tajada de pizza, sin

conocer el número de tajadas en que se cortó la pizza. Pero si dividimos el precio de una acción por la utilidad por acción (PM/UPA), mide el número de veces de utilidad actual que la empresa está dispuesta a pagar en ella (en la acción).

Entre mayor sea este múltiplo mejor valorización o calidad le asigna el inversionista a la acción de la empresa.

A continuación se presenta el PM/UPA promedio por industria de algunas de las empresas inscritas en la Bolsa de Bogotá hace unos años.

CUADRO 4

| INDUSTRIA (1) | PM/UPA PROMEDIO (Veces) | RENTABILIDAD PROMEDIO UPA/PM (%) |
|---|-------------------------|----------------------------------|
| 1. Industrias diversas | 5.36 | 18.7 |
| 2. Seguros, Finanzas y Bolsa de Valores (2) | 5.02 | 19.9 |
| 3. Comercio y hoteles | 4.96 | 20.2 |
| 4. Productos minerales no metálicos | 4.94 | 20.2 |
| 5. Establecimientos Financieros | 3.95 | 25.3 |
| 6. Bienes Inmuebles | 3.51 | 28.5 |
| 7. Industrias metálicas básicas | 2.92 | 34.2 |
| 8. Alimentos, bebidas y tabaco | 2.84 | 35.2 |
| 9. Textiles, vestidos y cueros | 2.64 | 37.9 |
| 10. Transporte | 2.66 | 37.6 |
| 11. Servicios | 2.46 | 40.7 |
| PROMEDIO TOTAL | 3.75 | 28.9 |

(1) Cálculos basados en datos tomados del "Manual del Mercado Bursátil"

(2) Incluye fondos ganaderos

En el cuadro anterior, se observa que los sectores industriales analizados se pueden agrupar como aquellos que se encuentran muy valorizados (de 4.94 veces a 5.36 veces) y en aquellos cuya valorización es menor (de 2.46 a 3.95 veces). Ello implica que los inversionistas, quienes a través de la oferta y la demanda establecen el precio del mercado, están dispuestos a pagar un mayor número de veces la utilidad actual por acción de las empresas que integran los sectores del primer grupo en cuestión.

Vista desde otro ángulo, los inversionistas están dispuestos a aceptar una rentabilidad (cercana al 20%, en lugar de una rentabilidad del 37%, debido a mayores perspectivas futuras.

El PM/UPA de una empresa no tiene raíz alguna, ni derivaciones matemáticas. No se puede

establecer científicamente sino que es el resultado de la oferta y la demanda en un mercado de valores libres.

Los valores que inciden en PM/UPA, es decir en la calidad de utilidades de una empresa, son más intangibles y especulativos: cómo se percibe el riesgo de la empresa, su capacidad tecnológica, su capacidad gerencial, la imagen pública, sus perspectivas rentables, etc. Adicionalmente el PM/UPA, de una empresa es afectado por factores externos a la misma empresa como puede ser la tasa de interés del mercado. En la medida en que sube la tasa de interés en el mercado (costo de oportunidad), la rentabilidad deseada de la inversión alterna o sea la compra de acciones, también tendrá que subir. Si la utilidad de la empresa no sube, correspondiente, su precio bajará.