

# **Análisis de Estados Financieros: una nueva metodología**

**Autor: Jonathan Herмосilla Cortés**

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia>]

## Presentación del curso

Este curso tiene por objetivo presentar una metodología de análisis de los estados financieros que nos permitan emitir un diagnóstico financiero más confiable y que permita apoyar el proceso de toma de decisiones en las empresas. Se presetan desde un punto de vista nuevo.

Visita más cursos como este en mailxmail:

[<http://www.mailxmail.com/cursos-empresa>]

[<http://www.mailxmail.com/cursos-contabilidad-finanzas>]



¡Tu opinión cuenta! Lee todas las opiniones de este curso y déjanos la tuya:

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/opiniones>]

## Cursos similares

Cursos	Valoración	Alumnos	Vídeo
<b>Volumen y utilidad del costo</b> En los cursos de fundamentos de los costos y el linealización de costos vimos como pueden separarse los costos mixtos, como entran estos en la producción en conjunto con ... [08/06/06]	●●●●●	707	
<b>Los sistemas económicos</b> En el estudio de los sistemas económicos regionales debe incluirse la gente que los habita. esa consideración no se limita a la faz meramente utilitaria que contempla a l... [09/03/06]	●●●●●	462	
<b>IVA. Impuesto sobre el Valor Añadido (primera parte)</b> Este es un curso referido al impuesto sobre el valor añadido (iva), el cual es un tributo de naturaleza indirecta que recae sobre el consumo y grava las adquisiciones de ... [26/09/08]	●●●●●	385	
<b>La relevancia del punto de equilibrio</b> Descubre la relevancia del punto de equilibrio en la toma de decisiones en las empresas de arrendamiento financiero. desde las partes más básicas, como son los conceptos ... [11/05/06]	●●●●●	215	
<b>Mejora de los procedimientos de compras</b> En este curso podrás conocer los mejores procedimientos de compras para tu empresa. te servirá para determinar las necesidades de cambio en los procedimientos de compras.... [04/06/08]	●●●●●	337	

# 1. Introducción al Análisis Financiero

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/introduccion-analisis-financie>]

El análisis financiero es una disciplina dirigida a desarrollar metodologías de investigación y de diagnóstico de la situación financiera de una organización, basados en la información económico - financiera y en la información del entorno económico con el cual ella interactúa.

Hoy en día, el entorno se ha vuelto cada vez más cambiante y turbulento, por lo que se hace imprescindible el análisis financiero de la organización, dado que este análisis proporcionará información relevante al proceso de toma de decisiones al interior de la empresa, como también, en las decisiones de los inversionistas externos que desean invertir en una organización determinada, con una visión de largo plazo.

El campo de dominio del análisis financiero va más allá de los procesos de toma de decisiones internas, ya que entregará información relevante a agentes externos, tales como: inversionistas, instituciones financieras, instituciones de fiscalización, acreedores, etc. Cada uno de estos potenciales usuarios de la información, tiene necesidades distintas y por ende, su análisis estará orientado a su real necesidad, por ejemplo: los bancos e instituciones financieras se preocuparán de la real necesidad de fondos externos; evaluarán si la empresa será capaz de cumplir con sus compromisos y de dónde podrá obtener los fondos necesarios para ello; en cambio, los inversionistas estarán principalmente interesados en las utilidades actuales y potenciales de la empresa, con el objeto de asegurar una rentabilidad de su inversión.

Por lo tanto, el análisis financiero se realizará de acuerdo al interés específico de cada analista, por ello, se llevará a cabo bajo distintos puntos de vista, que en el momento de comenzar la evaluación se deberán tener presente.

Este capítulo tiene por objeto circunscribir el contexto en el cual se sitúan los conceptos y los problemas del estudio de la información financiero - contable. Para luego dar paso a tres capítulos netamente metodológicos y técnicos, donde se presentarán los distintos enfoques para enfrentar el análisis de estados financieros.

Para lograr este objetivo, el presente capítulo lo dividiremos en cuatro secciones:

1. Relación entre Teoría Contable y Teoría Financiera. En esta primera sección presentaremos una relación entre estas teorías, con el objeto de mostrar como pueden interactuar, y como puede la contabilidad ser una base para el análisis financiero.
2. La importancia de la calidad de la información contable. Esta sección estará dirigida a mostrar la importancia de la calidad y fiabilidad de la información contable base de análisis, pues de ello dependerá lograr el objetivo de extraer conclusiones válidas a partir de un sólido diagnóstico financiero. Estas conclusiones deben relativizarse, pues suponen un buen conocimiento de los mecanismos de la contabilidad y una perfecta comprensión de la evaluación de los rubros de los estados financieros, además de considerar la calidad de la información y de la objetividad del analista.
3. La importancia y relevancia del punto de vista del Analista. En esta sección se mostrará cómo la óptica y el objetivo del analista influyen en el análisis de los estados financieros, y se presentarán algunas recomendaciones para enfrentar de mejor manera el análisis.
4. Metodología de Análisis de Estados Financieros. Como introducción a esta sección, haremos una pregunta, si el análisis financiero tiene algo de ciencia o es sólo arte. Luego, definiremos el contenido general de los principales enfoques del estudio de los estados financieros; insistiremos en el hecho que los diferentes instrumentos de análisis, empleados en el marco de estos enfoques, constituyen un conjunto lógico de técnicas de las cuales la aplicación debe terminar en el establecimiento de un diagnóstico financiero de la empresa.
5. Análisis Financiero Fundamental y Análisis Financiero Técnico. En esta sección, presentaremos un paralelo entre el análisis fundamental (tradicional) y el análisis técnico (moderno), con el objeto de mostrar la complementariedad entre estos dos estudios y la necesidad de llevarlos a cabo ambos para efectuar el análisis financiero completo y coherente de una empresa.

## 2. Alcances sobre la Metodología de Análisis de Estados Financieros

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/alcances-sobre-metodologia-analisis-estados-financieros>]

El estudio de los estados financieros tiene por un lado, su fundamentación en el logro de un objetivo operacional y, por otro lado, que tenga una estructura que permita organizar su contenido, utilizar métodos y técnicas de análisis claros y definidos. Por lo tanto, en esta sección propondremos unas reflexiones preliminares sobre los objetivos y los métodos del análisis de estados financieros.

Una metodología de análisis debe considerar una actitud imaginativa por parte del analista para concebir una solución "a priori" del problema, es decir, debe usar su intuición, su propia iniciativa y su originalidad. En este sentido, es preciso tener el objetivo del análisis y quién lo solicita, para tener claro la óptica con la cual se trabajará.

La interpretación de los datos es lo más complejo del proceso y es por ello que surgen dos preguntas, a saber; ¿el análisis financiero tiene algo de ciencia?, se considera que sí, ya que existe una metodología clara y definida y además explica las causas que generan una situación determinada (relación causa - efecto); ¿el análisis tiene algo de arte?, indudablemente, ya que el analista se transforma en un verdadero artista para poder interpretar intuitivamente la información contable. Existe una integración de relaciones, y tiene como función "develar lo que está detrás de los números, lo que está generalmente oculto", esto lo logra a través de utilizar su imaginación creativa. Para reafirmar lo señalado, pondremos un ejemplo, un pintor puede analizar y explicar su obra de arte, que no cualquiera puede interpretar. En el caso del análisis de la información contable, el analista tiene la capacidad adquirida de poder interpretar una realidad que para muchos será absolutamente una nebulosa, la intuición lo asemejaría al pintor que interpreta su propia obra.

### La exigencia de eficiencia y de pertinencia del diagnóstico financiero

El objetivo mayor y tradicional de un buen análisis de los estados financieros consiste en establecer el diagnóstico financiero de una empresa. Este objetivo y este concepto de diagnóstico financiero llaman a tres consideraciones de orden metodológico.

Identificación de los parámetros de la "salud financiera" de una empresa

La concepción y la elaboración de un diagnóstico financiero requieren inicialmente la determinación de algunos elementos o parámetros claves que permitan realizar una "fotografía general de la salud financiera" de una empresa y que son, temas de estudio para el analista financiero. Bajo esta idea, parece que el "valor" de una empresa debe apreciarse, sobre la base de los balances y de los estados de resultados, según dos ópticas complementarias: la estructura del patrimonio y la calidad de la gestión.

Estas dos ópticas son precisadas por tres conceptos que definiremos por preguntas de análisis que designan el contenido:

- a) **El equilibrio financiero o estructural:** ¿Cuáles son las inversiones de la empresa?, ¿Cuáles son sus fuentes de financiamiento?, ¿Existe adecuación entre el financiamiento y las inversiones?
- b) **La rentabilidad:** ¿La empresa es rentable?, ¿Tiene ella operaciones beneficiarias?, ¿Remunera convenientemente a sus accionistas?
- c) **La liquidez o la solvencia:** ¿La empresa posee buena posición de tesorería?, ¿Puede hacer frente fácilmente a sus compromisos o deudas comerciales y financieras a corto plazo?, ¿Cuál es su capacidad de pedir prestado?

#### Equilibrio financiero o Estructural

Solvencia y Liquidez

Efecto de Leverage

Liquidez o Solvencia

Rentabilidad

#### Conflicto potencial

Fuente: QUINTART, Aimable; "Méthodes d'Analyse des Etats Financiers, UCL, pág. 16.

#### Sentido del Análisis:

1. La incidencia de la estructura financiera sobre la liquidez.
2. La incidencia de la estructura financiera sobre la rentabilidad.
3. La relación entre la liquidez y la rentabilidad.
4. La iteración entre el equilibrio financiero, la rentabilidad y la liquidez (la circularidad del análisis).

### 3. Estructura Metodológica y Organización de los Métodos de Análisis

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/estructura-metodologica-organizacion-metodos-analisis>]

Para apreciar el equilibrio financiero estructural, la rentabilidad y la liquidez o solvencia de una empresa, se da lugar a conjugar los aportes de tres enfoques de análisis: *el enfoque global, el enfoque relativo y el enfoque diferencial*. Como lo indica el esquema siguiente, cada enfoque está representado por un método de aplicación: las masas financieras, los ratios y los estados de flujo, respectivamente; se operacionalizan por técnicas específicas: los agregados de resultados y las clases de capitales para el primero, los estados de financiamiento y los estados de variaciones de tesorería para el tercero. Cada enfoque tiene también objetivos o funciones específicas que constituyen en conjunto el hilo conductor del estudio de los estados financieros. La secuencia, enfoques - métodos - técnicas, el encadenamiento de los enfoques y la definición de objetivos y funciones (para cada uno de los enfoques y de un enfoque a otro), contribuyen a elaborar una malla metodológica de análisis de los estados financieros.

Estructura Metodológica del Análisis de Estados Financieros

Enfoques	Métodos	Técnicas	Objetivos y Funciones
Global	Masas Financieras	<ul style="list-style-type: none"> <li>Agregados de Resultados</li> <li>Clases de Capitales o Masas financieras del Balance</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Resumir la información y construir cifras principales y homogéneas</li> <li>Hacer aparecer una visión de conjunto del perfil financiero de la empresa</li> </ol>
Relativo	Ratios	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ratios tomados sucesivamente (óptica unidimensional)</li> <li>Ratios agrupados multi o dimensional estadística)</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Construir indicaciones estadísticas (basas, índices, etc.) capaces de revelar tendencias</li> <li>Mejorar la comprensión del contenido y de la importancia de las masas financieras</li> </ol>
Diferencial	Estados de Flujo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estado de Financiamiento (o de fuentes y usos de fondos)</li> <li>Estado de variación de tesorería</li> </ul>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Razonar en una óptica financiera de liquidos y de flujos monetarios reales</li> <li>Explicar las tendencias descubiertas por los ratios y determinar las variaciones de las masas financieras en el tiempo</li> </ol>

Fuente: Basado en la obra de A. QUINTART, "Méthodes d'analyse des états financiers", UCL, Belgique, 1991/1993, pág. 21.

A este nivel, creemos conveniente formular algunas observaciones:

- Los métodos que señalamos más arriba son normalmente utilizados en la práctica. Sin embargo, sobre el plano técnico, las utilizaciones varían fuertemente: así los agregados de resultados, las clases de capitales del balance, los ratios en sus aplicaciones sucesivas y los estados de financiamiento (en la óptica anglosajona los estados de usos y fuentes de fondos) son de un empleo totalmente usual; por el contrario, las funciones estadísticas de ratios que son elaborados en muchas grandes instituciones financieras, son juzgadas con desconfianza; a su vez, los estados de variación de tesorería, de origen francés y de construcción a menudo difícil, no reciben una recepción muy calurosa.
- Como podemos destacarlo por los objetivos y las funciones definidas en el cuadro anterior, existen relaciones manifiestas entre los enfoques de análisis: así, las aclaraciones relativas y diferenciales profundizan y afinan el enfoque global. Los métodos deben ser considerados como complementarios; ninguno puede ser exclusivo, pues cada uno es necesario pero no suficiente.
- Cualquiera sea su refinamiento, los métodos de análisis no son realmente válidos solo si son coherentes entre ellos mismos y perfectamente dominados por quienes los utilizan y que si las informaciones tratadas son débiles, tendrán que ser comprendidas por los analistas en esa condición.
- Los métodos propuestos cubren la totalidad de los datos considerados en los estados financieros y se apoyan en consecuencia, simultáneamente sobre los balances, las cuentas de resultados y los anexos (notas explicativas), en la óptica cronológica pluri - anual.

## 4. Metodología de Masas Financieras

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/metodologia-masas-financier>]

### 1. OBJETIVOS DEL MÉTODO DE MASAS FINANCIERAS

La metodología de las masas financieras tienen por objetivo resumir y traducir la información contable en una información más depurada y útil desde un punto de vista financiero, con el propósito de que sirva de base para el análisis financiero fundamental. Es decir, presentar una "*Fotografía Sintética*" de los Estados Financieros de manera de descubrir rápidamente los *eventuales problemas*. Por lo esencial, se trata de establecer agregados de información, que sean poco numerosos pero suficientemente indicativos para permitir tener un razonamiento global y, establecer relaciones económico-financieras entre estos agregados que hagan más ilustrativa la situación de la empresa.

Entenderemos por Masas Financieras, aquellos agregados o grupos de cuentas homogéneas, basadas en una característica común.

Además, podemos mencionar algunos objetivos más operacionales, tales como: Reordenar y simplificar información contable publicada; hacerla o rendirla "*parlante*"[1] bajo la forma de agregados en valor absoluto; apreciar la rentabilidad a nivel de las cuentas de resultados; apreciar el equilibrio financiero y liquidez a través del balance; y, preparar el terreno para la aplicación del método de Ratios.

#### 1.1 La búsqueda de resumir la multiplicidad de la información contable

La reestructuración de los estados financieros se funda sobre la siguiente idea: "la información comprendida en los estados financieros parece demasiado abundante y, en consecuencia, se justifica reducirla sobre el plano del volumen para tratarla más rápidamente y de resumirla a algunos conceptos datos claves para interpretarla más eficazmente"[2].

El enfoque no puede limitarse a un conjunto de operaciones técnicas de reordenamiento o reclasificación ya que esta reestructuración debe servir para preparar un diagnóstico general que involucre los tres parámetros fundamentales de la "salud financiera" de una organización, a saber: el equilibrio financiero, la rentabilidad y la liquidez o la solvencia. Parámetros que recordamos en la siguiente figura, que ya presentamos en el capítulo anterior.

La búsqueda de agregados que sustituyan la multiplicidad de datos contables

El esquema de presentación de los estados financieros en Chile, oculta información debido, básicamente a la proliferación de rubros y de subrubros en las cuentas de resultados, de activos y de pasivos, y los detalles proporcionados en las notas explicativas. Esta información es ampliada cuando la necesidad de un estudio más profundo implica examinar los estados financieros de varios períodos consecutivos.

Creemos que un analista no puede llevar a cabo su labor con comodidad si dispone de información, a veces, excesiva cuando lo que busca es tener una visión global del impacto provocado por los hechos económicos en la estructura patrimonial de una empresa.

Procediendo a reagrupar los datos y determinar agregados o masas, el enfoque persigue un doble objetivo[3]:

**a) Sobre el plano técnico**, globaliza rubros y subrubros de los estados financieros para construir algunas masas financieras. Aún más, identifica en las cuentas de resultados y en las cuentas del balance grupos de flujos y de capitales homogéneos, que representan los componentes esenciales del contenido de los estados financieros. Las masas o agregados que se forman deben ser homogéneos, para tal efecto las masas financieras serán:

- establecidas en relación a un criterio objetivo
- calculados después de una depuración de los datos contables.

**b) Sobre el plano de la interpretación**, el enfoque permite razonar globalmente sobre la base de conceptos económicos y financieros, expresivos y significativos. Igualmente, la composición de las masas aporta los elementos necesarios para facilitar el diagnóstico. Evita el detalle y desagregación de la información que, a menudo conducen a una percepción nebulosa de información crucial.

Conviene subrayar que, según A. Quintart, este enfoque debe:

- desarrollarse en el contexto de la preparación de un diagnóstico financiero perspicaz, centrado sobre



temas genéricos; y,

- aplicarse en un marco plurianual, esto debe permitir verificar las tendencias de los hechos económicos y financieros más pertinentes.

### 1.2 La búsqueda de la construcción de un Balance más financiero que contable

El análisis de las estructuras de inversión (Activos) y de financiamiento (Pasivos y Patrimonio) concierne al equilibrio de las estructuras y la solvencia o liquidez de una empresa, por lo cual, se hace necesario transformar la información contable, muy voluminosa, en grandes cifras a través de las masas del balance.

Esto lo haremos considerando la presentación de esta información ordenada de una manera más lógica que permita finalmente, separar las inversiones entre aquellas de corto plazo de aquellas de mediano y largo plazo ; además, separar en el corto plazo todo lo que diga relación con el ciclo operacional de la empresa de aquellos recursos e inversiones, eminentemente, financieras.

A continuación, en las figuras siguientes, presentamos esquemáticamente la transformación del balance contable clásico en un balance financiero moderno:

#### 1.2.1 El Balance Contable Clásico:

ACTIVOS CIRCULANTES	PASIVOS CIRCULANTES
	PASIVOS A LARGO PLAZO
ACTIVOS FIJOS	PATRIMONIO
OTROS ACTIVOS	

Cada uno de estos grupos de cuentas está conformado por una gran cantidad de rubros, que lo hace más voluminoso (Ver anexo N° 1).

#### 1.2.2 El Balance Financiero Moderno:

TESORERÍA ACTIVA	TESORERÍA PASIVA
ACTIVOS CIRCULANTES SIN TESORERÍA ACTIVA	PASIVOS CIRCULANTES SIN TESORERÍA PASIVA
INMOVILIZACIONES	CAPITALES PERMANENTES

En este caso, cada masa reflejará un grupo homogéneo de rubros en una cifra única.

En consideración a lo expuesto más arriba, esta transformación será explicada en detalle en la sección 2

### 1.3 La búsqueda del mejoramiento en la presentación del Estado de Resultados

El análisis de los resultados dice relación directamente con la gestión de la empresa y la calidad de las decisiones corrientes tomadas en esta perspectiva. Sustentándose, este análisis, en la explotación y en lo que la rodea (resultados financiero y excepcional), se presenta como un preámbulo indispensable en el estudio de las decisiones económicas y financieras, las cuales se traducen más o menos en forma explícita en los estados financieros.

Este análisis tiene por objetivo explicar la formación del resultado neto final de un ejercicio y, esto haciendo aparecer los principales elementos o agregados económicos que contribuyen tanto a la obtención de un beneficio como al registro de una pérdida.

Practicado el análisis sobre varios ejercicios consecutivos, se espera que logre hacer aparecer las tendencias cronológicas que son, a menudo, fuertemente útiles en la apreciación de la evolución de la performance [4] de una empresa.

De naturaleza descriptiva, este estudio comporta dos pilares: el primero, considera las diferentes partes del estado de resultados, en cambio, el segundo, lo que rodea la configuración del resultado de explotación. Se apoya sobre los agregados directamente derivados de la presentación de los estados financieros (FECU) y, en consecuencia, relativamente clásicos y estáticos; aunque limitada sobre el plano

de la interpretación económica, ella permite construir varios agregados y operar de esta manera una síntesis válida del estado de resultados.

[4] Entiéndase para el presente trabajo, por Performance, como el desempeño logrado en un período de tiempo determinado por los administradores, producto de las decisiones tomadas.

A pesar de que este concepto es mucho más amplio y abarca además de desempeño, las nociones de crecimiento, rentabilidad, productividad, rendimiento, competitividad, eficiencia, etc., por citar algunos.

[3] QUINTART, A., Op. Cit., pág. 41-42.

[1] Se entenderá por "parlante", información que diga algo por sí sola.

[2] QUINTART, Aimable, "Méthodes d'analyse des états financiers", Edit. CIACO-IAG, 1991/1993, pág. 40.



## 5. Masas Financieras del Balance

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/masas-financieras-balance>]

El análisis del balance consiste en, estudiar la posición financiera, la estructura patrimonial de una empresa a una determinada fecha, vale decir, conocer la procedencia de los recursos, dónde se están invirtiendo y que fuentes de financiamiento se están utilizando para las inversiones de corto, mediano y largo plazo. Para lo cual, es necesario conocer el contenido de todos los rubros que componen los activos y pasivos presentados en este estado financiero. Con este conocimiento previo, podremos reestructurar y resumir la información del balance.

### 2.1 Objetivos del método de Masas financieras

El método de Masas financieras del balance, busca resumir la información contable publicada y reestructurarla de manera más coherente, desde un punto de vista financiero. Que esta reestructuración permita a las grandes cifras definidas, ayudar al proceso de análisis y a emitir juicios de valor acerca de la situación financiera de la empresa en un momento determinado.

### 2.2 Las masas financieras del balance

Para conformar las masas del balance debemos, en primer lugar, definir algunas características comunes que permitan resumir algunas cifras en montos homogéneos y, en segundo lugar, clasificar estas masas y relacionarlas entre sí.

Las características más comunes son las siguientes:

*En el plano de los Activos:* Según el tiempo de permanencia, Corto plazo y Largo plazo; en el corto plazo, elementos financieros y elementos operacionales.

*En el plano de los Pasivos:* al igual que en los activos, según el Vencimiento, Corto plazo y Largo plazo ; en el corto plazo, obligaciones financieras y obligaciones operacionales ; y según la procedencia u origen de los recursos, deudas con terceros y fondos propios.

Teniendo presente lo indicado más arriba, a continuación en la figura siguiente presentamos el balance financiero ya reestructurado, en paralelo con el balance tradicional.

#### 2.2.1 La composición de las masas financieras del balance

##### ACTIVOS

(Liquidez Decreciente)

##### PASIVOS

(Exigibilidad Decreciente)

Tesorería Activa	ACTIVOS CIRCULANTES	CTN	PASIVOS CIRCULANTES	DEUDAS	Tesorería Pasiva
Activo Circulante			PASIVOS A LARGO PLAZO		TOTAL PASIVA Sin Tesorería Pasiva
Sin Tesorería Activa			PATRIMONIO		FONDOS PROPIOS
INMOVILIZACIONES	ACTIVOS FIJOS				CAPITALES PERMANENTES
	OTROS ACTIVOS				
	TOTAL ACTIVOS		TOTAL PAS. Y PATRIMONIO		

Para constituir las masas del activo, se deben analizar todos los rubros haciendo la siguiente pregunta: ¿Corresponde a una Inversión Real?, o sea, ¿Corresponde a un Flujo de Fondos?. Todo aquello que no cumpla estas condiciones, se deberá excluir, teniendo presente la dualidad económica. Por ejemplo, los gastos pagados por anticipado, que no representan una entrada de fondos en el futuro.

Las principales masas que se determinan en el activo son las siguientes:

DEL ACTIVO:

TESORERIA ACTIVA = Disponible Más Depósitos a Plazo Más Valores Negociables

En esta masa es preciso hacer una aclaración, se debe analizar la composición del rubro otros activos circulantes para verificar que no existan inversiones financieras de corto plazo en él.

**ACTIVO CIRCULANTE**

SIN TESORERÍA ACTIVA = Total Activo Circulante Depurado *Menos* Tesorería Activa

La depuración se realiza con todos los elementos que no cumplan las condiciones señaladas anteriormente, como por ejemplo, los gastos pagados por anticipado.

ACTIVO CIRCULANTE = Total Activo Circulante *Menos* Rubros que No corresponden a Inversión

INMOVILIZACIONES = Activo Fijo Neto *Más* Otros Activos *Menos* Activos que no representa inversión real ni representan flujo de fondos.

En esta masa lo importante es eliminar aquellas partidas que no representen inversión real y por ende, no son flujo de fondos.

Para la construcción de las masas del pasivo, se deben hacer las siguientes preguntas: ¿Corresponde a una Obligación Financiera Real?, o sea, ¿Corresponde a un Flujo de Fondos?. Al igual que en el activo, se excluirán todos los elementos que no cumplan estas condiciones. Por ejemplo, Ingresos percibidos por adelantado, que representan que no se producirá una salida de fondos en el futuro.

A continuación, se resumen las principales masas del pasivo:

**PASIVO :**

TESORERIA PASIVA = Obligaciones Financieras de corto plazo (Incluyen Dividendos por Pagar)

En esta masa se incorporarán todas las obligaciones con bancos e instituciones financieras no importando si son a corto plazo, a largo plazo - porción corto plazo, o con vencimiento dentro de un año, además de las obligaciones con el público cuyo vencimiento sea de un año a la fecha de los estados financieros. Se agregarán a estas cifras, el monto de dividendos por pagar, pues representa una obligación financiera al ser la retribución a aquellos que aportan el financiamiento no exigible, es decir, el capital.

**PASIVO CIRCULANTE**

SIN TESORERÍA PASIVA = Total Pasivo Circulante Depurado *Menos* Tesorería Pasiva

La depuración se realiza con todos los elementos que no cumplan las condiciones señaladas anteriormente, como por ejemplo, los ingresos percibidos por anticipado y las provisiones no justificadas.

PASIVO CIRCULANTE = Total Pasivo Circulante *Menos* Rubros que No corresponden a Obligaciones reales ni representan flujo de fondos

PASIVO A LARGO PLAZO = Total Pasivo a Largo Plazo *Menos* Pasivos que no representen obligaciones reales ni representen flujo de fondos

FONDOS DE TERCEROS = Total Pasivo Circulante Depurado *Más* Pasivo a Largo Plazo Depurado

FONDOS PROPIOS = Total Patrimonio *Más/Menos* Ajustes a los activos y pasivos, producto de las depuraciones

CAPITALES PERMANENTES = Fondos Propios *Más* Pasivo a Largo Plazo (Ambos depurados)

A este nivel, debemos ponernos de acuerdo en el concepto de flujo de fondos a utilizar. Entenderemos por Flujo de Fondos como "todo recurso real que puede ser dinero o puede transformarse en dinero".

**2.3 El estudio del Equilibrio financiero de la empresa**

El análisis del equilibrio financiero de las estructuras de una empresa podemos basarlo en los conceptos de Capital de Trabajo para el largo plazo y Tesorería Neta para el corto plazo.

En términos generales, entiéndase por *Capital de Trabajo*, aquellos recursos necesarios para llevar a cabo el ciclo operacional; y, por *Tesorería Neta*, aquellos recursos financieros disponibles en el corto plazo para incorporar al ciclo operacional.

Teniendo presente que toda empresa tiene en su ciclo operacional un nivel no despreciable de recursos inmovilizados y, principalmente, en las existencias al existir un stock mínimo de seguridad, en los clientes un plazo de crédito que se debe financiar y, por último, el ciclo operacional mismo se debe financiar; y, que desde un punto de vista financiero lo ideal es que sea con recursos de largo

plazo.

Por lo tanto, se logrará el equilibrio en el largo plazo cuando se tenga un capital de trabajo positivo, es decir, cuando los Capitales Permanentes cubran las inversiones de largo plazo (Inmovilizaciones) y liberen recursos para financiar el Capital de Trabajo, es decir, matemáticamente cuando los Capitales Permanentes sean superiores a las Inmovilizaciones.

Cabe hacer una salvedad, es el caso de empresas del sector comercial, que pueden estar en equilibrio a pesar de tener un capital de trabajo negativo, ya que su ciclo operacional, generalmente, está siendo financiado por los proveedores.

Si analizamos el equilibrio financiero a corto plazo, se tendrá presente que la Tesorería Neta debe ser positiva, es decir, que los recursos financieros líquidos disponibles en el corto plazo (Tesorería Activa) sean superiores a las obligaciones financieras en el corto plazo, ya que toda organización debe ser capaz de generar recursos financieros en el corto plazo suficientes para cubrir sus obligaciones financieras de corto plazo, sin tener que recurrir a la desinversión en su ciclo operacional.

En resumen, a continuación presentamos la conformación de las masas que permiten visualizar el equilibrio financiero en una empresa.

#### EQUILIBRIO FINANCIERO A LARGO PLAZO:

CAPITAL DE TRABAJO(CTN) = Capitales Permanentes *Menos* Inmovilizaciones ( "Fonds de Roulement Net" - Versión Francesa)

CAPITAL DE TRABAJO(CTN) = Activo Circulante *Menos* Pasivo Circulante ( "Net Working Capital" - Versión Anglo-Sajona)

Matemáticamente, las dos versiones dan exactamente lo mismo, ya que trabajamos con las premisas contables básicas ( Act. = Pas. + Pat.), pero conceptualmente, creemos que existe una diferencia importante.

Al hablar de Capital, siempre se nos viene a la mente la palabra "dinero" o "recursos", pero si analizamos detenidamente los elementos que intervienen en la determinación del capital de trabajo bajo la versión anglosajona, no se visualiza dónde están estos recursos, sólo nos muestra cual es el monto del Capital de trabajo; en cambio, la versión francesa, analiza el concepto por la parte baja del balance, es decir, se pregunta de dónde obtengo recursos, cuales son las fuentes de financiamiento, para luego preguntarse en dónde los utilizo. Estas interrogantes pueden ser respondidas rápidamente, ya que verificamos los capitales permanentes, compuestos por fuentes de financiamiento de largo plazo descontados aquellos recursos utilizados para financiar las inversiones de largo plazo, a saber, las inmovilizaciones, lo que queda son los recursos que llamaremos Capital de Trabajo, ya que son esos recursos los que incorporaremos al ciclo de explotación.

Otro comentario que podemos hacer es, al relativizar los elementos que componen cada planteamiento. En el caso de la óptica anglosajona, no es más que un ratio de liquidez (Activo Circulante / Pasivo Circulante), en cambio, la versión francesa muestra una relación mucho más rica en cuanto a contenido, como es la relación entre Capitales Permanentes a Inmovilizaciones, pues se muestra que proporción de los recursos obtenidos son utilizados para las inversiones de largo plazo y por deducción se verifica cuanto corresponde al capital de trabajo.

#### EQUILIBRIO FINANCIERO A CORTO PLAZO:

TESORERIA NETA (TN) = Tesorería Activa *Menos* Tesorería Pasiva

## 6. Masas y Agregados Financieros del Estado de Resultados

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/masas-agregados-financieros-estado-resultados>]

El Estado de Resultados tradicional se basa en un corte drástico de la gestión de la empresa en: Operacional y No Operacional. La pregunta que surge acá es: ¿Cuál es el concepto Operacional que utilizan?, ya que si pensamos en el concepto de productivo, ¿por qué se consideran los gastos de administración y ventas?, si se refiere a la actividad propia de la empresa, ¿por qué no se consideran los costos financieros en él?. ¿No estaremos confundiendo el concepto de operacional con el de excepcional?.

Estas interrogantes, nos llevan a la conclusión que es necesario reestructurar este estado y más nos convencemos si, al momento de relacionar el estado de resultados con el estado de flujo de efectivo, nos encontramos con una gran inconsistencia en cuanto a la presentación, ya que los gastos financieros en uno se presentan como "no operacional" y en el otro, se presentan como flujo "operacional".

Además, consideramos que el estado de resultados debe mostrar en "cascada" como se van generando u obteniendo los resultados en la empresa, y así podemos proporcionar una información mucho mejor para apoyar el proceso de toma de decisiones.

### 3.1 Objetivo de la Reestructuración del Estado de Resultados

La reestructuración de este estado tiene por objetivo proporcionar información mejor estructurada para visualizar de una manera más rápida los principales niveles de resultados en la empresa, y poder verificar la procedencia de nuestra rentabilidad.

Para lograr este objetivo se presentará una metodología para reestructurar el estado de resultados tradicional en un estado que permita verificar los distintos niveles de resultados de una empresa, manteniendo el principio de base en cuanto a su exposición, es decir, de lo más operacional a lo menos operacional[1].

Por ello, se entregará un estado estructurado en "cascada", donde el "gran afluyente del río" serán los ingresos de explotación, para que en la medida que vaya cayendo el "agua", es decir, los resultados, se le vayan descontando los costos que permiten el funcionamiento de la empresa, a saber: de los recursos materiales, de los recursos humanos, de los recursos físicos o tecnológicos y de los recursos financieros; para luego, agregar o deducir el resultado que llamaremos "excepcional"[2], es decir, resultados que están fuera de la habitualidad y de la actividad propia de la empresa.

### 3.2 Los agregados del estado de resultados

El interés de este análisis estructural es de medir la incidencia de cada naturaleza de resultado "intermedio" (resultado de explotación, resultado financiero, resultado excepcional, resultado impositivo) sobre el resultado neto final.

Su contenido y su metodología de aplicación están representados en el cuadro siguiente, que comentaremos enseguida.

Nombre	INGRESOS DE LA EXPLOTACIÓN (ENFASIS TOTALES; LOS COSTOS DE EXPLOTACIÓN Y GASTOS DE ADMINISTRACIÓN EXTERNOS)
=	VALOR AGREGADO
Nombre	MINUSVALORES INTERNOS
=	EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN
Nombre	DEPRECIACIONES Y GASTOS DE RESULTADOS
=	RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN
Medidas	RESULTADO FINANCIERO; DE FINANCIAMIENTO DE INVERSIONES EN OTRAS SOC.
=	RESULTADO BRUTO CORRIENTE
Medidas	RESULTADO EXCEPCIONAL
=	RESULTADO IMPONIBLE
Medidas	RESULTADO IMPOSITIVO
=	RESULTADO NETO

A continuación, procederemos a releer los principales componentes de los resultados, siguiendo dos pasos complementarios: el primero, buscará identificar las diferentes naturalezas y categorías de ingresos y de gastos, mientras que el segundo, expondrá el encadenamiento de los flujos que permiten retratar y explicar los orígenes del resultado neto final.

Lo primero que rebajamos de los Ingresos de la explotación son los Costos de Explotación "Externos", a saber, todos aquellos costos en que incurre una empresa por buscar materiales, insumos, servicios, etc. en el exterior, es decir, el costo de los factores productivos externos. Este concepto nos lleva a determinar nuestra primera masa financiera que llamamos "**Valor Agregado**", como su nombre lo indica, es aquel valor que se adiciona internamente a los materiales e insumos que provienen del exterior, lo que se señala como una medida del tamaño económico de la empresa, ya que es el mayor valor que se obtiene por el uso de recursos productivos externos y por ende, se transformará en aquellos recursos que permitirán remunerar a los factores productivos internos.

Luego, rebajamos el principal costo interno, las Remuneraciones, lo que nos presenta nuestro primer problema - ¿cómo obtener esta información?, en el sector financiero bancario y de seguros no tenemos problemas, ya que deben presentar este costo separado en su FECU - pero, en las sociedades anónimas esta información no es presentada separadamente; ahora bien, en estos casos se deberá hacer un supuesto válido respecto a dicho costo. Rebajado este costo del valor agregado obtendremos la masa o el agregado que determinamos

"**Excedente Bruto de Explotación**", que, para muchos, corresponde a nuestra primera medida de rentabilidad, ya que, hasta aquí, hemos considerado sólo flujos financieros reales. Este agregado corresponde a la capacidad que tiene la empresa para obtener recursos gracias a su actividad operacional. Es el principal elemento de la capacidad de autofinanciamiento.

A continuación, descontamos el costo del uso del recurso físico, es decir, las depreciaciones, que me permiten

determinar el "**Resultado Bruto de Explotación**", al cual le rebajaremos el Resultado financiero, representado por los Ingresos financieros menos Gastos financieros que representan los costos del recurso financiero externo, para obtener el "**Resultado Bruto Corriente**", lo que a nuestro juicio, refleja el real resultado obtenido por la empresa en su actividad normal. Es importante señalar que el resultado financiero se puede obtener de dos maneras no excluyentes sino independientes entre sí.

- a) Ingresos financieros menos Gastos financieros, productos del financiamiento externo y de las inversiones en instrumentos financieros.
- b) Ingresos financieros más la utilidad en empresas relacionadas y el mayor valor en inversiones descontado los gastos financieros, la pérdida en empresas relacionadas y el menor valor en inversiones, es decir, el producto de inversiones en otras sociedades.

Se recomienda que si se utiliza la segunda alternativa, se presenten separado el monto producto del financiamiento y de inversiones en instrumentos financieros, (a) (Resultado Financiero "De Financiamiento"), del monto producto de Inversiones en empresas relacionadas (a - b) (Resultado Financiero "De Inversiones en Otras Sociedades").

Adicionalmente, se rebajará el Resultado Excepcional que, entenderemos como aquel resultado que proviene de situaciones excepcionales o extraordinarias ocurridas en la organización y, además incorporaremos la corrección monetaria que consideramos flujo de fondos, para obtener el resultado antes de impuestos.

Y, por último, descontaremos el Resultado impositivo proveniente de la carga tributaria que debe hacer frente la empresa, para determinar el "**Resultado Neto del ejercicio**", el cual debe ser igual al Resultado Neto presentado en el estado de resultados publicado, ya que es el reflejo de la gestión de la administración en dicho período.

### 3.3 Concepto de Capacidad de Autofinanciamiento y de Autofinanciamiento Neto

La reestructuración del estado de resultados no termina en el resultado neto, que se indica más arriba, sino que debemos continuar analizándolo, para determinar la real riqueza generada en el período. Para lo cual, se adicionarán al resultado neto todos los cargos y rebajarán los abonos que no representen flujo real de fondos, como por ejemplo, las depreciaciones que corresponden sólo a un flujo contable.

Al adicionar estos rubros, determinaremos la "**Capacidad de Autofinanciamiento**" que la empresa ha generado en el período, es decir, cuál es la capacidad que la empresa posee para obtener de su propia actividad, recursos susceptibles de ser utilizados para autofinanciar algunos proyectos de inversión que se mantienen en cartera.

Pero, todos sabemos que debemos retribuir en parte a aquellos que aportan el capital a la empresa, ya lo hemos hecho con los proveedores de fondos externos, por lo que nos falta remunerar a los dueños, por lo tanto, debemos rebajar el reparto de utilidades o los dividendos que afectarán la utilidad obtenida, lo que nos genera el último agregado de resultados que denominamos "**Autofinanciamiento Neto**", el cual representa la verdadera riqueza que permitirá el crecimiento a la empresa, es decir, lo que se reinvertirá en la empresa.

A continuación, presentamos un cuadro que resume lo señalado anteriormente:

RESULTADO NETO	
Más:	DEPRECIACIONES Y GASTOS NO DESEMBOLVABLES
Menos:	INGRESOS QUE NO REPRESENTAN FLUJO REAL
II CAPACIDAD DE AUTOFINANCIAMIENTO	
Menos:	REPARTO DE UTILIDADES
III AUTOFINANCIAMIENTO NETO	

[1] Entendiendo por operacional aquello que proviene de la actividad propia de la empresa, es decir, considerando los recursos necesarios para funcionar, a saber: recursos materiales, físicos, tecnológicos, humanos y financieros.

[2] Entenderemos por excepcional como todo aquello que es generado en forma no habitual y proviene de algo extraordinario.



## 7. Metodología de Ratios Financieros

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/metodologia-ratios-financieros>]

### 1. OBJETIVOS DEL MÉTODO DE RATIOS FINANCIEROS

La metodología de ratios financieros tienen por objetivo facilitar la interpretación de los estados financieros y traducir la información proporcionada por el método de masas financieras en índices y porcentajes, que permitan desarrollar una aproximación relativa de la "salud financiera" de la empresa, con el propósito de que sirva de base para el diagnóstico financiero. Es decir, presentar un "*Cuadro Resumido*" o una "*Carta de Identidad*", de los indicadores financieros que sean capaces de revelar algunas tendencias y apoyar el análisis efectuado vía masas financieras, de manera de permitir un *juicio de valor* rápido.

Además, podemos mencionar algunos objetivos más operativos, tales como: Simplificar la información disponible; hacerla "*parlante*" bajo la forma de clichés (porcentajes, índices, etc.); apreciar la rentabilidad a nivel de una cuenta de resultados; apreciar el equilibrio financiero y la liquidez a través del balance y el estado de flujo de efectivo.

Los Ratios son *relaciones aritméticas*, establecidas a partir de cifras económicas o financieras extraídas de la información contable; a) Simples (entre masas del balance, entre agregados del estado de resultados, entre agregados del estado de flujo de efectivo); b) Compuestas (entre elementos de fuentes diversas).

Los ratios tienen su origen en la *Construcción de expertos o de la práctica de los analistas* al evaluar el otorgamiento de un crédito: tales como, el método de las "5C", el método "LAPP" y, el método del "Creditmen" o Índice de Alexander Wall. Posteriormente, surgen métodos estadísticos utilizados para el otorgamiento de créditos como lo es el método de "credit scoring", más conocido como método de predicción de quiebra. Todos estos métodos serán presentados en anexo N° 4.

Para tener una visión clara respecto al tema de la metodología de ratios, a continuación presentaremos una breve reseña histórica y seguidamente las precauciones que se deben considerar cuando se utiliza esta metodología de análisis.

#### 1.2 Las Precauciones del uso de ratios

Como se señaló anteriormente, los ratios corresponden a una relación aritmética elemental, por ende, su determinación es muy fácil, lo que puede transformar su uso en una simple aplicación técnica, no preocupándose de lo que realmente es su aporte, es decir, su interpretación.

Además, es algo recurrente que para facilitar el trabajo de los analistas, es decir, muchas veces se busca previamente fijar normas o estándares para una interpretación más rápida y más cómoda, pero que en general, no logra el objetivo deseado pues las realidades del entorno de cada empresa son distintas.

Otro tema que es importante destacar es, que la facilidad de construir o de crear ratios ha llevado a que los ratios sean cada vez más numerosos, lo que genera un nuevo problema, que se resume en la siguiente pregunta: ¿Cómo seleccionar los ratios a utilizar?. Esta pregunta es muy difícil de responder, y que es una tarea complicada y que dependerá de distintos factores, tales como: el objetivo del análisis, la óptica del analista, la realidad económica imperante, y que será fundamental la experiencia del analista, para poder definir una tipología o batería de ratios relevante a la realidad a analizar.

#### 1.3 Relaciones lógicas en la Formación de Ratios

Considerando que los ratios son simples relaciones aritméticas, cada uno de nosotros puede crear sus propios ratios, de hecho en el Control de Gestión se están utilizando los llamados Indicadores de Gestión, cuya base son indicadores financieros, pero se han ido formando muchos otros indicadores. Ahora bien, este ejercicio es simple y se incentiva a hacerlo, pero debemos tener en consideración algunas condiciones básicas necesarias y así evitar la formación indiscriminada y que muchas veces, se transformará en esfuerzo perdido.

Cuando se habla de la formación de ratios, la literatura defiende la existencia de algunas relaciones lógicas entre los elementos a considerar. Por lo cual, se ha sugerido tres tipos de relaciones lógicas[1] que es fundamental considerar cuando se desee construir ratios, estas relaciones son:

a) Debe existir una relación económica entre los componentes del ratio.

- b) Los elementos deben estar expresados en valores comunes.
- c) Debe existir una relación funcional entre sus componentes

#### 1.4 Interpretación de Ratios

Para la interpretación de los ratios, se debe recurrir necesariamente a la experiencia del analista, ya que no existen "normas" o "estándares" definidos, considerando que la evolución de los negocios en los últimos años impulsados por las fusiones y la globalización, entre otros, hacen cada vez más difícil el poder considerar "óptimos". Esto se transforma en una de las principales desventajas de este método.

Para una adecuada interpretación de los índices y porcentajes determinados cuantitativamente, es preciso considerar lo siguiente:

- a) Los ratios por sí solos no tienen ningún significado, deben ser interpretados en su conjunto, a través de un análisis por series temporales (intra-empresa), de un análisis cruzado (inter-empresas), a pesar que a mi juicio, el análisis inter-empresas debe hacerse con mucha precaución;
- b) El análisis de ratios forma parte de una metodología de análisis de estados financieros y como tal, debe utilizarse como complemento hacia los otros métodos y no individualmente;
- c) La interpretación debe sustentarse en un análisis que tome en consideración el sector de actividad o el tipo de negocio del cual se trate, los objetivos estratégicos de la empresa y la evolución de la economía.

Es preciso hacer una salvedad respecto al análisis cruzado o inter-empresas, pues para poder hacerlo debemos tener en consideración lo siguiente:

- a) Las empresas deben pertenecer al mismo sector;
- b) Deben ser de un tamaño similar;
- c) Utilizar métodos contables similares;
- d) Area geográfica similar.

Ahora bien, si se utilizarán como referente estándares basados en ratios promedios del sector, como es tradicional, debemos señalar que, a nuestro juicio, no es lo más adecuado, aún más en el actual entorno empresarial, donde la creación de holdings ha llevado a las empresas a generar portafolios de actividades que han permitido disminuir el riesgo, y por ende, su información no muestra el resultado de la gestión en un solo sector de actividad. Por último, creemos que la comparación con el promedio del sector, será una actitud muy corto placista y muy mezquina, ya que la preocupación estaría dado a ser mejor que la empresa promedio del sector y no tender al liderazgo.

Teniendo en cuenta el triángulo del diagnóstico financiero (presentado más arriba), en las secciones siguientes presentaremos una amplia batería de ratios, los cuales hemos agrupado en grupos homogéneos, que nos permitirán dar respuesta a las interrogantes de cada uno de los ángulos del triángulo y por ende, con este ordenamiento creemos que contribuirán al logro del objetivo del análisis financiero que es emitir un diagnóstico acerca de la salud financiera de la empresa.

[1] LEV, B., Op. Cit., pág.XX.



## 8. Análisis de Ratios de la Estructura Financiera

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/analisis-ratios-estructura-financiera>]

Este análisis se basa esencialmente, en las masas financieras del balance y se preocupa de la estructura de financiamiento, de la estructura de inversión y de las relaciones que se den entre ellas, es decir, cómo se financian las inversiones en la empresa, tanto en el largo plazo como en el corto plazo.

El análisis con un objetivo pedagógico, lo separaremos en tres grandes grupos, a saber: Estructura de Financiamiento (análisis de las fuentes de fondos); Estructura de Inversiones (análisis de los usos de fondos); y, Estructura de financiamiento de las inversiones (relación entre fuentes y usos de fondos).

### 2.1 LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO:

Su preocupación principal estará dada por el análisis de la estructura de pasivos, de dónde provienen los recursos de la empresa, haciendo una distinción en cuanto al origen de ellos y a su duración.

#### 2.11 SEGÚN EL ORIGEN:

##### La Solvencia y la Independencia (o Autonomía) financiera

Con estos ratios se buscará medir la importancia de los fondos propios de la empresa en relación a los fondos externos.

$$2.11A \text{ Independencia Financiera Global: } \frac{\text{Fondos Propios}}{\text{Pasivo} + \text{Patrimonio}}$$

$$\text{Adicionalmente, } \frac{\text{Fondos Propios}}{\text{Deudas Totales}}$$

$$2.11B \text{ Independencia Financiera a Largo Plazo: } \frac{\text{Fondos Propios}}{\text{Capitales Permanentes}}$$

Cuando su valor es elevado, se estima que la empresa presenta una buena base ("Piso o Colchón") financiera, tranquilizadora para todos los proveedores de fondos. Teóricamente, la empresa dispone de una capacidad de pedir prestado que será bien apreciada por las instituciones financieras.

En la medida que el nivel de endeudamiento sea alto, la empresa se hace más vulnerable y el riesgo de insolvencia aumenta.

#### 2.12 SEGÚN LA DURACIÓN:

##### La Seguridad financiera

Estos ratios permitirán visualizar el peso relativo de los recursos permanentes en la estructura de financiamiento, es decir, la relación entre las fuentes de financiamiento a mediano y largo plazo versus las fuentes de corto plazo (endeudamiento de corto plazo).

$$2.12A \text{ Permanencia de los Capitales: } \frac{\text{Capitales Permanentes}}{\text{Pasivo} + \text{Patrimonio}}$$

$$2.12B \text{ Grado de Seguridad Financiera: } \frac{\text{Capitales Permanentes}}{\text{Deudas a Corto Plazo}}$$

Mientras más elevado sea el valor de estos ratios, la empresa será, en principio, financieramente más sólida. Estos ratios constituyen una medida bastante rápida del volumen de deudas a corto plazo.

Adicionalmente, se puede calcular la relación del total de deudas, cuánto corresponde al corto plazo (Pasivo Circulante / Deudas con Terceros Totales) y, cuánto al largo plazo (Pasivo a Largo Plazo / Deudas con Terceros Totales).

$$2.12C \text{ Tasa de Proveedores: } \frac{\text{Cuentas por Pagar (Proveedores)}}{\text{Pasivo Circulante Total}}$$

Los Proveedores por compras de materias primas, insumos, etc., también forman parte del ciclo de explotación, por lo tanto, es importante determinar este ratio como complemento al análisis anterior, con el objeto de verificar el financiamiento a cero costo obtenido más o menos permanente del pasivo circulante, todo esto tomando en cuenta si existe una política de créditos de nuestros proveedores o una política de pagos definida. Este ratio permite en el tiempo, visualizar una fuente de financiamiento de corto plazo importante.

### 2.2 LA ESTRUCTURA DE INVERSIONES:

El análisis se hará sobre la estructura de activos según su duración, es decir, a dónde se han inmovilizado o invertidos los recursos obtenidos.

#### 2.21 SEGÚN EL ORIGEN:

##### A Largo Plazo

$$2.21A \text{ Inmovilización de Recursos a Largo Plazo: } \frac{\text{Inmovilizaciones}}{\text{Activo Total}}$$

Este ratio que nos muestra qué proporción de las inversiones totales corresponden a inmovilizaciones a mediano y a largo plazo, tiene poco interés en sí mismo, su análisis debe ser hecho con la estructura de financiamiento

para ver si existe algún equilibrio entre usos y fuentes de recursos.

Adicionalmente, se recomienda aplicarlo con los siguientes ratios de análisis de la estructura de inversión a mediano y largo plazo.

**2.21B** Tasa de Industrialización: 
$$\frac{\text{Activo Fijo Neto}}{\text{Inmovilizaciones}}$$

Adicionalmente, se puede aplicar el siguiente ratio: 
$$\frac{\text{Activo Fijo Neto}}{\text{Otros Activos}}$$

Muestra cual es el peso relativo de los activos fijos operacionales en el total de inmovilizaciones a más de un año. Este ratio permite visualizar en el tiempo si la empresa mantiene su actividad productiva o se está transformando en una sociedad de inversiones. Esto queda claro con el ratio adicional presentado más arriba.

**2.21C** Tasa de Depreciación: 
$$\frac{\text{Depreciaciones Acumuladas}}{\text{Activos Fijos Brutos Depreciables}}$$
  
(o Tasa de Envejecimiento Industrial)

Este índice nos permitirá apoyar la constatación efectuada en el ratio anterior, ya que se verificará cuán nuevos son los activos fijos que la empresa posee, dicho de otra manera, permite visualizar la política de inversión en activos productivos, como también la política de depreciación. En este último punto, no se trata tanto de una política de la empresa, sino algo más bien exógeno, pues se utiliza, generalmente, la vida útil publicada por el Servicio de Impuestos Internos.

Una advertencia es preciso hacer, cuando se determine el monto de los activos fijos brutos, es recomendable eliminar el monto invertido en terrenos, ya que no son depreciables.

En la medida que esta tasa sea menor, permitirá deducir que la empresa tiene una clara política de inversión y que eventualmente, llevaría a cabo alguna desinversión.

Al contrario, si esta tasa es cada vez más alta, no existe inversión y los activos cada vez son más viejos. Por último, si esta tasa en el tiempo presenta una tendencia errática, se puede decir que la política utilizada por la empresa es la que podemos llamar "del Boxeador inexperto", es decir, actúa sólo cuando recibe un "golpe" y se ve en la obligación de invertir.

## 2.22 SEGÚN LA DURACIÓN:

### A Corto Plazo

**2.22A** Inmovilización de Recursos a Corto Plazo: 
$$\frac{\text{Necesidad de Capital de Trabajo}}{\text{Activo Total}}$$

Recordemos como se calcula la NCT = CTN - TN = AC s/TA - PC s/TP

Este ratio permite visualizar la inversión más permanente en el corto plazo que necesita ser financiada, idealmente, con fondos de largo plazo. Por ejemplo, el stock mínimo de seguridad, el promedio de cobro a los clientes.

**2.22B** Tasa de Almacenaje: 
$$\frac{\text{Existencias}}{\text{Activo Circulante Total}}$$

Este ratio permite visualizar un eventual sobre stock. Teniendo presente que las existencias constituyen la parte del activo circulante menos "líquida", dicho en otras palabras, aquello más permanente del activo circulante, todo esto tomando en cuenta el sector de actividad de la empresa y su ciclo de explotación.

Para un análisis más estricto, se podría separar las existencias en Materias Primas, Producción en Proceso y en Productos Terminados, para verificar cuál de los elementos del stock es aquel más importante respecto a la inmovilización de recursos en el corto plazo.

**2.22C** Tasa de Deudores: 
$$\frac{\text{Cuentas por Cobrar (Deudores)}}{\text{Activo Circulante Total}}$$

Los Deudores por venta o Clientes, también forman parte del ciclo de explotación, por lo tanto, es importante determinar este ratio como complemento al análisis anterior, con el objeto de verificar la inmovilización de recursos más o menos permanente del activo circulante, todo esto tomando en cuenta si existe una política de créditos definida. Este ratio permite en el tiempo, visualizar un eventual problema de cobranza.

## 2.23 ENFOQUE INTEGRAL:

### La Intensidad de Capital

Muestra el peso relativo de los recursos inmovilizados en el mediano y largo plazo respecto a la totalidad de las inversiones que la empresa posee.

**2.23A** Intensidad de Capital: 
$$\frac{\text{Inmovilizaciones} + \text{Nec. Capital de Trabajo}}{\text{Activo Total}}$$

Este ratio tiene un significado especial, debido a que se desea obtener información acerca de las inversiones efectuadas: si éstas obedecen a una política clara de efectuar inversiones que reporten beneficios futuros a la empresa, o sea cuánto se está capitalizando la empresa. Por ello, que se suma a las inversiones permanentes la necesidad de capital de trabajo que muestra la inmovilización de corto plazo que se debe financiar constantemente y que corresponden al ciclo operacional de la empresa. Lo señalado anteriormente, se sustenta en el PCGA de "Empresa en Marcha".

## 2.3 LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS INVERSIONES:

Considerando que en los puntos 2.1 y 2.2, se analizaron separadamente las estructuras de financiamiento y de inversión, es preciso verificar como se están financiando las inversiones. El objetivo de los ratios que presentaremos a continuación, es relacionar las estructuras de inversión y financiamiento, para establecer las relaciones válidas entre fuentes y usos de recursos y si ellas son o no coincidentes desde un punto de vista financiero.

Al analizar el financiamiento de las inversiones se verificarán los equilibrios financieros en la empresa, es decir, si las estructuras están o no equilibradas.

### 2.31 CONFIGURACIÓN ESTRATÉGICA :

#### Cobertura de inversiones a largo plazo

**2.31A** Financiamiento Global de las Inmovilizaciones:  $\frac{\text{Capitales Permanentes Inmovilizaciones}}{\text{Capitales Permanentes Inmovilizaciones}}$

**2.31B** Financiamiento Propio de las Inmovilizaciones:  $\frac{\text{Fondos Propios}}{\text{Inmovilizaciones}}$

Estos indicadores muestran en qué medida los recursos permanentes son capaces de cubrir las inversiones a más de un año. Considerando que desde un punto de vista financiero, lo más razonable y aconsejable es que toda inversión a más de un año, sea financiada con financiamiento de mediano o largo plazo.

Es importante enfatizar que el ratio de financiamiento global nos permite verificar si la empresa está o no en equilibrio en el largo plazo. Si recordamos las masas financieras, decíamos que el equilibrio de largo plazo se daba cuando teníamos un Capital de Trabajo positivo, y si se observa el ratio 2.31A está relacionando los dos elementos que participan en la determinación del capital de trabajo, por lo tanto, cuando este ratio es mayor a uno ( $> 1$ ), podemos corroborar que se está en equilibrio financiero en el largo plazo.

El análisis se hace más estricto, cuando se pregunta que proporción de las inversiones a más de un año están siendo financiadas con fondos propios, en otras palabras, podemos señalar de qué parte de las inmovilizaciones realmente es propietaria la empresa.

### 2.32 CONFIGURACIÓN ESTRATÉGICA :

#### Cobertura de inversiones a corto plazo

**2.32A** Financiamiento Global de la Necesidad de Capital de Trabajo :  $\frac{\text{Capital de Trabajo}}{\text{Necesidad de Capital de Trabajo}}$

**2.32B** Financiamiento o Cobertura de las Existencias:  $\frac{\text{Capital de Trabajo}}{\text{Existencias}}$

Estos indicadores muestran en qué medida el Capital de trabajo es capaz de cubrir las inversiones más permanentes a menos de un año. Considerando que desde un punto de vista financiero la más razonable y aconsejable es que toda inversión permanente sea financiada con recursos de mediano o largo plazo.

El financiamiento de las existencias por el capital de trabajo neto tiende a exponer que una parte de las existencias ("mínimo indispensable"), debe ser cubierto idealmente por recursos de largo plazo, ya que representan una inmovilización de recursos.

La Configuración Táctica, se refiere al análisis de corto plazo, es decir, la relación entre deudas de corto plazo y activos circulantes, por lo que será objeto de análisis en la sección siguiente, cuando se presente el análisis de la liquidez.

## 9. Análisis de Ratios de la Liquidez y Solvencia

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/analisis-ratios-liquidez-solvencia>]

El estudio de la liquidez consiste en evaluar la posición de tesorería y la capacidad de cubrir los compromisos de corto plazo con recursos de corto plazo. Para ello, nos basaremos en el equilibrio financiero entre las activos y pasivos circulantes.

Con un objetivo eminentemente pedagógico, y que puede servir desde un punto de vista metodológico, el estudio de la liquidez lo separaremos en tres grandes grupos, a saber: Posición de liquidez tradicional; Ciclo de explotación y la necesidad de capital de trabajo; y, Análisis más estricto de la solvencia (ratios de cobertura). Esta estructuración u ordenamiento de la presente sección, obedece principalmente a que se debe analizar la liquidez desde lo más general (análisis estático) a lo más particular (análisis dinámico, de flujos).

### 3.1 LA POSICIÓN TRADICIONAL DE LA LIQUIDEZ

Como se mencionó más arriba, este análisis es estático, ya que se considera la información a un momento determinado en el tiempo, lo que conlleva una desventaja respecto a análisis y al juicio de valor a emitir. Esta posición es cada vez más cuestionada, ya que no presenta mayor información, lo que ha llevado a incorporarle mejoras hasta llegar a un indicador de liquidez más inmediato.

<b>3.11</b> Liquidez General:	Activo Circulante _ Pasivo Circulante
<b>3.12</b> Liquidez Reducida: (Prueba Acida)	Activo Circulante - Existencias _ Pasivo Circulante
<b>3.13</b> Liquidez Inmediata:	Tesorería Activa + Deudores (Factorizable) Pasivo Circulante
O bien,	Tesorería Activa _ Pasivo Circulante
Adicionalmente,	Tesorería Activa _ Tesorería Pasiva

Estos indicadores muestran si la empresa tiene la capacidad de hacer frente con sus recursos de corto plazo las obligaciones de corto plazo.

El primer ratio, muestra si con los activos liquidables dentro de un año la empresa es capaz de pagar sus compromisos a menos de un año.

Para un análisis más preciso y más exigido, se muestra la liquidez reducida, que verifica la capacidad de los recursos de corto plazo excluyendo las existencias que son el rubro menos líquido del activo circulante, adicionalmente a ello, también se podrían excluir otros activos menos líquidos.

No contentos con este ratio, se mejora en otro índice que permite determinar la capacidad de pago inmediato que la empresa posee, es decir, considerando solo los rubros más líquidos del activo circulante, a saber, la tesorería activa adicionado los deudores susceptibles de entregar a una empresa de factoring, pero sólo la proporción que esta empresa entrega en forma inmediata (en Chile, generalmente es un 80%). O bien, considerar sólo la Tesorería Activa versus el pasivo circulante, así se verifica la capacidad que tiene la empresa con sus recursos liquidables sin tener que asumir un costo financiero.

Una de las principales críticas hechas a estos índices de liquidez tradicional, es el hecho que por ser un análisis estático no permite identificar operaciones de "maquillaje" del balance, en términos anglosajón "Window Dressing", que es utilizar créditos a corto plazo o líneas de crédito, para mejorar su posición de liquidez. Para clarificar esta operación, a continuación presentamos un ejemplo simple.

#### 1. Balance Inicial

ACTIVOS (M\$)	PASIVOS (M\$)
Disponible	10.000
	Oblig. c/Bcos
	40.000

Clientes	45.000	Proveedores	60.000
Existencias	55.000	Pasivo Circulante	100.000
Activos Circulantes	110.000	Pasivo L/Plazo	80.000
Activos Fijos	140.000	Fondos Propios	70.000
		Cap. Permanentes	150.000
<b>Total Activos</b>	<b>250.000</b>	<b>Pasivos + Patrim.</b>	<b>250.000</b>

2. Ratios tradicionales de liquidez al inicio

- Liquidez General	:	1,10
- Liquidez Reducida	:	0,55
- Liquidez Inmediata	:	0,10

3. Hipótesis de trabajo ( "Window Dressing" )

Supongamos que la empresa dispone de una línea de crédito de M\$ 60.000, la que utilizará antes del cierre del ejercicio y tiene dos alternativas: 3.1 Se utiliza para pagar las obligaciones con bancos actuales, 3.2 Se deposita en una cuenta corriente de otro banco o se hace efectivo y se ingresa a caja el monto completo.

4. El "Maquillaje" del Balance

ACTIVOS (M\$)	PASIVOS (M\$)	
	3.1	3.2
Disponible	30.000	70.000
Clientes	45.000	45.000
Existencias	55.000	55.000
Activos Circulantes	130.000	170.000
Activos Fijos	140.000	140.000
		Oblig. c/Bcos
		60.000
		Proveedores
		60.000
		Pasivo Circulante
		120.000
		Pasivo L/Plazo
		80.000
		Fondos Propios
		70.000
		Cap. Permanentes
		150.000
<b>Total Activos</b>	<b>270.000</b>	<b>310.000</b>
		<b>Pasivos + Patrim.</b>
		<b>270.000</b>
		<b>310.000</b>

5. Ratios tradicionales de liquidez después del "maquillaje"

	3.1	3.2
- Liquidez General :	1,083	1,063
- Liquidez Reducida :	0,625	0,719
- Liquidez Inmediata :	0,250	0,438

Como se puede apreciar en el ejemplo, los ratios tradicionales no permiten verificar el maquillaje o arreglo del balance y, en la actualidad pierden un poco de significación, ya que con ellos se podría concluir erróneamente respecto a la posición de liquidez de una empresa.

Para mejorar el análisis de la liquidez y la solvencia de la empresa, es preciso dinamizar el estudio, para lo cual se incorporará el análisis de la necesidad de capital de trabajo en conjunto con los ratios de actividad o de rotación del ciclo de explotación, el cual representa los elementos de base para la generación de flujos en el corto plazo.

### 3.2 EL CICLO DE EXPLOTACION Y LA NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO DE EXPLOTACION

El ciclo de explotación, muy bien desarrollado en el ciclo primario por el profesor Aquiles Limone A.[1], y la relación de los elementos que forman este ciclo y la necesidad de capital de trabajo operacional, constituirán la base para el análisis más dinámico de la solvencia.

La determinación de la velocidad de rotación de los elementos del ciclo operacional permitirán analizar la real capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos, ya que la necesidad de capital de trabajo influye sobre la liquidez considerando el tiempo que media entre la inmovilización de recursos y el momento en que se vuelve a liquidar esta inversión.

A continuación se presentarán, primeramente, los ratios de rotación de existencias, de clientes y de proveedores, para luego, mostrar como estos ratios expresados en días de rotación se transforman para explicar la necesidad de capital de trabajo.

#### 3.21 LOS RATIOS DE ROTACION

##### 3.21A EXISTENCIAS:

a) Rotación de Existencias: Costo Mercaderías vendidas

##### Existencias Promedio

b) Días Promedio en Bodega: 365 Días \_

Rotación de Existencias

O bien,

c) Días Promedio en Bodega: Existencias Promedio x 365 Días \_

Costo Mercaderías vendidas

Estos ratios miden lo siguiente: a) cuantas veces se hace rotar las existencias en promedio; y b) o c) el tiempo de renovación de las existencias, es decir, cuántos días en promedio se mantienen las existencias en bodega antes de vender.

Es preciso señalar que, en una empresa productiva o industrial el período de permanencia en bodega es mayor que en una empresa comercial, donde la rotación debe ser elevada, por lo tanto, el tiempo de renovación es corto.

Es recomendable que las existencias puedan analizarse separadamente en cuanto a la materia prima, a la producción en proceso y a los productos terminados, para visualizar la eficiencia en la gestión de bodega. Por lo tanto, a continuación se llevará a cabo la descomposición del ratio de rotación de existencias de una empresa industrial:

a) Rotación de Existencias: Compras de Materias Primas \_

##### Existencias Prom. de Mat. Primas

b) Rotación de Existencias: Costo Mercaderías vendidas

##### Existencias Prom. de Prod. en Proceso

c) Rotación de Existencias: Costo Mercaderías vendidas

##### Existencias Prom. de Prod. Terminados

##### 3.21B CLIENTES:

a) Rotación de Clientes: Ventas Totales al Crédito + IVA \_

##### Cuentas por Cobrar Promedio (Clientes)

b) Días Promedio de Cobro: 365 Días \_

Rotación de Clientes

O bien,

c) Días Promedio de Cobro: Cuentas por Cobrar Promedio x 365 Días\_

Ventas Totales al Crédito + IVA



Estos ratios miden lo siguiente: a) veces que se hace rotar los clientes en promedio dentro de un período; y b) o c) el plazo medio de crédito otorgado a los clientes, es decir, cuántos días en promedio se debe esperar para generar caja desde que los productos salen de bodega.

En una empresa productiva o industrial la política de créditos, generalmente, es mayor a la que tiene una empresa comercial, la que a menudo trabaja una gran parte de sus ventas al contado.

### 3.21C PROVEEDORES:

a) Rotación de Proveedores:  $\text{Compra de Mercaderías del período} + \text{IVA}_-$

#### Cuentas por Pagar Promedio (Proveedores)

b) Días Promedio de Pago: 365 Días  $-$

Rotación de Proveedores

O bien,

c) Días Promedio de Pago:  $\text{Cuentas por Pagar Promedio} \times 365 \text{ Días} -$

$\text{Compra de Mercaderías del período} + \text{IVA}$

Estos ratios miden lo siguiente: a) cuantas veces se hace rotar los proveedores en promedio; y b) o c) el tiempo que los proveedores nos dan de crédito, es decir, cuántos días en promedio nos demoramos en pagar a los proveedores desde que se recibe las mercaderías en bodega.

Tal como lo mencionáramos en el capítulo anterior, en una empresa productiva o industrial el período de pago a los proveedores es bajo, ya que, generalmente, se trabaja con proveedores de materias primas. Caso contrario es el de una empresa comercial, donde una parte importante de su ciclo es financiado con el crédito de proveedores, cuyo costo es nulo, además del costo de almacenaje que los proveedores absorben.

### 3.22 LA RECONSTITUCION DE LA NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO OPERACIONAL EN PESOS A PARTIR DE LOS RATIOS DE ROTACION

La determinación de los ratios de rotación permiten estimar la velocidad de rotación en días de los principales elementos que constituyen la necesidad de capital de trabajo, a saber: días bodega más días cobro menos días pago, lo que nos muestran la necesidad de capital de trabajo en días, es decir, el tiempo que necesitamos para que el ciclo de explotación de vuelta una vez, dicho de otra manera, el tiempo que demora en transformar estos elementos en efectivo, para recomenzar nuevamente.

Para analizar esta relación, podemos encontrar las siguientes situaciones:

a) Si  $\text{Días Bodega} + \text{Días Cobro} > \text{Días Pago}$   $\Rightarrow$  Existe una falta de Tesorería

Lo que debería ser financiado por el capital de trabajo o en su defecto con créditos bancarios a corto plazo.

Significa menor necesidad de capital de trabajo.

b) Si  $\text{Días Bodega} + \text{Días Cobro} < \text{Días Pago}$   $\Rightarrow$  Existe un excedente de Tesorería

Lo que debería ser colocado en algún instrumento financiero a corto plazo que permita obtener un rendimiento, hasta que se cumpla el plazo de pago a los proveedores.

Significa mayor necesidad de capital de trabajo.

Para reconstituir la necesidad de capital de trabajo operacional en pesos, tal como se determina desde los elementos del balance ( $\text{Existencias} + \text{Clientes} - \text{Proveedores}$ ), se pueden utilizar los ratios de rotación calculados más arriba. Para lo cual, es preciso homogeneizar los tres ratios, tomando como base relacional un elemento en común, el cual consideramos que corresponde a las ventas netas del período, ya que los tres elementos de la necesidad de capital de trabajo operacional nacen o son afectados por ella. Esto nos permitirá presentar las rotaciones en días de venta para determinar la necesidad de capital de trabajo operacional en días de ventas netas.

El procedimiento a utilizar lo presentamos en el siguiente cuadro:



<b>Naturaleza de la Necesidad</b>	<b>Velocidad de Rotación en días (1)</b>	<b>Coefficiente de Ponderación (2)</b>	<b>NCT en días de Ventas s/IVA (1)x(2)</b>
<b>Existencias</b>	Existencias x 365 Costo de Ventas = X días	Costo de Ventas Ventas Netas = p1	<b>X x p1</b>  <b>= X´</b>
<b>Clientes</b>	Clientes x 365 Ventas + IVA = Y días	Ventas + IVA_ Ventas Netas = p2	<b>Y x p2</b>  <b>= Y´</b>
<b>Proveedores</b>	Proveedores x 365 Compras + IVA = Z días	Compras + IVA Ventas Netas = p3	<b>Z x p3</b>  <b>= Z´</b>
NCT en días de Ventas Netas =			<b>X´ + Y´ - Z´</b>

Por lo tanto, para determinar la Necesidad de Capital de Trabajo en pesos de ventas netas, se debe utilizar la siguiente fórmula:

NCT en pesos Ventas netas = Ventas netas anuales x NCT en días Ventas Netas 365 días

Es decir, debe ser lo mismo si se utilizan los elementos del balance y aplicando la siguiente fórmula:

NCT en pesos = Existencias + Clientes - Proveedores

La Necesidad de Capital de Trabajo determinada de esta manera representa el Capital de Trabajo necesario, es decir, el monto requerido de capital de trabajo para cubrir la necesidad de capital de trabajo y así, evitar poner en peligro la tesorería.

### 3.3 ANALISIS MAS ESTRICTO DE LA SOLVENCIA : RATIOS DE COBERTURA

Una vez analizado el ciclo de explotación y la necesidad de capital de trabajo, para tener una visión más clara de la liquidez, ahora incorporaremos a dicho análisis la capacidad generadora de utilidades operacionales, que servirán para ver la capacidad de la empresa para cubrir sus compromisos financieros, es decir, pagar intereses y amortización de capital de deudas externas y pagar dividendos a los aportantes de fondos internos. Estos ratios de cobertura aportan un análisis más estricto de la liquidez y de la solvencia de la empresa.

Por lo tanto, es preciso recordar la principal diferencia entre estos conceptos. Los resultados contables representan sólo la tesorería potencial, es decir, la solvencia, y es posible que se aleje de la realidad de la liquidez o de la tesorería real. Por lo tanto, cuando hablamos de Liquidez nos referimos a la Tesorería Real y cuando hablamos de Solvencia estamos refiriéndonos a la Tesorería Potencial.

Se recomienda revisar el capítulo 2, sección 3, referente a la Reestructuración del Estado de Resultados.

#### 3.31 COBERTURA DE CARGOS POR INTERESES

La primera pregunta que surge es si la empresa es capaz de generar los recursos suficientes para poder cubrir los intereses producto de su endeudamiento. Para ello se utiliza el resultado operacional, también llamada Utilidad antes de Intereses e Impuestos (U.A.I.I.).

Coertura de Intereses:                      Resultado Bruto de Explotación

Intereses

#### 3.32 COBERTURA DE LOS CARGOS POR EL ENDEUDAMIENTO

Una vez respondida la primera pregunta, surge la segunda que corresponde a verificar si la empresa posee la capacidad de generar los recursos suficientes para poder cubrir los intereses y la amortización de capital de su endeudamiento.

Para ello se puede utilizar el resultado operacional (U.A.I.I.), o bien, el Excedente Bruto de Explotación (E.B.E.). Se justifica el uso del E.B.E. en la medida que queremos utilizar los flujos reales de fondos, esto es excluyendo la rebaja de la depreciación. Pero, asumiendo un riesgo, ya que podría responder a sus acreedores con el peligro de descapitalizarse, pues estaría disminuyendo el potencial productivo y no se está considerando el ahorro vía depreciación para la renovación de los activos productivos.

A continuación se presentan los índices alternativos:

$$\text{Cobertura Global de Endeudamiento:} \quad \frac{\text{Resultado Bruto de Explotación}}{\text{Intereses} + \text{Amortización}/(1-T)}$$

O bien,

$$\text{Cobertura Global de Endeudamiento:} \quad \frac{\text{Excedente Bruto de Explotación}}{\text{Intereses} + \text{Amortización}/(1-T)}$$

T corresponde a la tasa de impuesto a la renta.

### 3.33 COBERTURA GLOBAL

Ya se a verificado la capacidad de la empresa para cubrir sus compromisos con los proveedores de fondos externos, de ello surge la tercera pregunta, si la empresa tiene la capacidad de generar los recursos suficientes para poder cubrir los cargos de la estructura de financiamiento total, es decir, financiamiento interno y externo.

Para ello se utiliza el resultado operacional (U.A.I.I.), que muestra la real capacidad generadora de beneficios.

$$\text{Cobertura Global:} \quad \frac{\text{Resultado Bruto de Explotación (U.A.I.I.)}}{\text{Intereses} + \text{Amortización}/(1-T) + \text{Dividendos}/(1-T)}$$

[1] LIMONE A., Aquiles, "L'Autopoiese dans les organisatios", Tesis Doctoral Universidad de París - Dauphine, 1977.

## 10. Análisis de Ratios de la Rentabilidad

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/analisis-ratios-rentabilidad>]

El estudio de la rentabilidad consiste en evaluar la capacidad de la empresa para generar resultados positivos en un período determinado. Su preocupación se dará, fundamentalmente, sobre los elementos del estado de resultados, sin embargo, será necesario relacionar estos elementos con los elementos del balance, porque son los activos operacionales los que permiten generar las utilidades.

Este análisis tiene por objeto evaluar la eficiencia en la gestión de los ejecutivos o directivos de las empresas, que les permitan obtener utilidades. Un comentario especial se debe hacer en esta sección, y que es, que los ratios de rentabilidad, a diferencia de los ratios de estructura y liquidez, permiten sacar conclusiones válidas incluso si se tienen solo los índices de un año, pero solamente si se quiere investigar el comportamiento del año que termina; sin embargo, pienso que aún así no se puede desligar del sector y sus tendencias.

Para poder visualizar de mejor manera la rentabilidad en una empresa, se comenzará de lo más general a lo más particular, es decir, se analizará efectuando un encadenamiento de sus componentes, en la medida que vayan siendo útil al análisis. Para mayor comodidad, a continuación, recordaremos la reestructuración del estado de resultados.

	INGRESOS DE LA EXPLOTACION (VENTAS TOTALES)
Menos:	COSTOS EXPLOTAC. Y GTOS. ADMINISTRAC. EXTERNOS
=	<b>VALOR AGREGADO</b>
Menos:	REMUNERACIONES TOTALES
=	<b>EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACION</b>
Menos:	DEPRECIACIONES/GASTOS NO DESEMBOLSABLES
=	<b>RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN</b>
Más / Menos:	RESULTADO FINANCIERO                      -
=	<b>RESULTADO BRUTO CORRIENTE</b>
Más / Menos:	RESULTADO EXCEPCIONAL
=	<b>RESULTADO IMPONIBLE</b>
Más / Menos:	RESULTADO IMPOSITIVO
=	<b>RESULTADO NETO</b>

La rentabilidad contable puede ser descompuesta en tres niveles de rentabilidad.

### 4.1 Rentabilidad de Explotación

Este indicador mide la tasa de beneficio neto de la empresa. En estricto rigor, no es un ratio de rentabilidad, sino más bien, representa un margen de explotación. Este ratio en la literatura tradicional de análisis financiero, es llamado "margen neto".

$$\text{Rentabilidad o Margen de Explotación:} \quad \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}}$$

Este ratio sirve de base al análisis y por ende, da inicio a la discusión de la rentabilidad.

### 4.2 Rentabilidad Económica (o Return On Investment: R.O.I.)

Indicador que preocupa al conjunto de proveedores de capitales de una empresa, sean internos o externos.

Este ratio permite evaluar la performance de la empresa como un todo, ya que considera la totalidad de los capitales invertidos. Para un análisis más detallado, es importante separarlo en dos componentes, a saber: el margen y la rotación<sup>[1]</sup>.

$$R.O.I. = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Activo Total}}$$

Margen
Rotación

- a) Margen: Mide el margen neto obtenido en un período determinado. Es representativo de la rentabilidad de explotación.
- b) Rotación: Es el indicador de la cantidad de veces que hago rotar la inversión total en un año para obtener el nivel de ventas logrado. Es representativo de la rotación de los capitales invertidos.

Por lo tanto, la rentabilidad económica, o rentabilidad sobre la inversión, o rentabilidad sobre activos totales, mide la rentabilidad obtenida sobre la inversión total en un período determinado, considerando el margen de rentabilidad y la rotación de los activos.

### 4.3 Rentabilidad Financiera (o Return On Equity: R.O.E.)

Indicador que preocupa o interesa principalmente a los dueños o accionistas.

Este ratio permite visualizar el retorno obtenido por los fondos propios invertidos en la empresa. Para un análisis más detallado, es importante separarlo en tres componentes, a saber: el margen y la rotación, adicionando un coeficiente de endeudamiento, es decir, su base es el ROI.

$$R.O.E. = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Fondos Propios}} = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Fondos Propios}}$$

Margen
Rotación
Coef. de Endeudamiento

R.O.I.
Coef. Endeudamiento

- a) Margen: Mide el margen neto obtenido en un período determinado.
- b) Rotación: Es el indicador de la cantidad de veces que hago rotar la inversión total en un año para obtener el nivel de ventas logrado.
- c) Coeficiente de Endeudamiento: muestra cuántas veces representa el total de pasivos los fondos propios.

Otra forma de determinar este ratio sería considerando sólo el margen y la rotación de los fondos propios invertidos, como sigue:

Rentabilidad Contable de

$$\text{los F. Propios Invertidos: } \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Fondos Propios}} = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Fondos Propios}}$$

Margen
Rotación de los Fondos Propios Invertidos

Normalmente, el resultado que los dueños tienen a su disposición corresponde al resultado neto y por ello, se utiliza para determinar la rentabilidad de los accionistas; sin embargo, para eliminar el efecto del resultado excepcional, consideramos que se debería utilizar el Resultado Bruto Corriente después de impuestos como base para el cálculo del ROE. Por lo tanto, se determinará como sigue:

$$\frac{\text{Resultado Bruto Corriente} \times (1 - T)}{\text{Fondos Propios}}$$

Este ratio, al igual que el ROE tradicional, puede ser separado en un ratio de Margen y un ratio de Rotación de los fondos propios, o bien, separarlo en margen, rotación y endeudamiento.

Por lo tanto, la rentabilidad financiera, o rentabilidad sobre los fondos propios, o rentabilidad sobre el capital contable, o rentabilidad de los accionistas o dueños, mide la rentabilidad obtenida sobre la inversión total de los dueños en un período determinado, considerando el margen de rentabilidad, la rotación de los activos y el coeficiente de endeudamiento. Por ello, se considera que el ratio ROE anterior es mejor desde un punto de vista del análisis, que el indicador de rentabilidad contable de los fondos propios invertidos. Por lo tanto, representa la relación entre la rentabilidad económica (ROI) y el endeudamiento, o llamado apalancamiento (o efecto Leverage).

Para determinar el efecto de Leverage financiero (Levier, en francés; Palanca, en español), es preciso redefinir la rentabilidad sobre la inversión total, y se debe determinar la Rentabilidad contable de todos los capitales invertidos, también conocido como el ROI Ampliado (ROIA\*). A continuación presentamos su forma de cálculo.

### 4.4 Rentabilidad Económica Ampliada - R.O.I.A.\*

Indicador que preocupa al conjunto de proveedores de capitales de una empresa, sean internos o externos, considera el agregado antes de los gastos financieros (intereses).

Este ratio permite verificar la rentabilidad sobre la inversión total antes de gastos financieros.

Este ratio sirve para poner en concordancia las fuentes de financiamiento con su respectiva remuneración. Para clarificar este punto, cabe recordar que el resultado neto de la empresa corresponde a la remuneración obtenida disponible para los dueños que aportan su patrimonio y los gastos financieros corresponden a la remuneración pagada a los proveedores de fondos externos (Pasivos).

A continuación, se presenta este ratio:

$$R.O.I.A.* = \frac{\text{Res. Neto} + G.Financ.}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Pasivo} + \text{Patrimonio}} = \frac{\text{Res. Neto} + G.Fin.}{\text{Pasivo} + \text{Patrimonio}}$$

(Activo Total)

Tasa de Beneficio Neto antes de gastos Financieros      Rotación de los Capitales invertidos Totales

Por lo tanto, la rentabilidad económica ampliada, o ROI ampliado, mide la rentabilidad obtenida sobre la inversión total antes de intereses en un período determinado, considerando la tasa de beneficio neto antes de gastos financieros y la rotación de los capitales invertidos totales.

Es preciso hacer una salvedad, para un análisis más estricto se debe considerar los gastos financieros descontado el efecto del impuesto a la renta producto del ahorro de impuestos, a saber:

Gastos Financieros x (1 - T), siendo T la tasa de impuesto a la renta.

### Relación entre los distintos niveles de Rentabilidad

Los niveles de rentabilidad presentados correspondían a la rentabilidad de explotación, a la rentabilidad económica y a la rentabilidad financiera. Estos niveles pueden seguir desagregándose para poder visualizar la rentabilidad de los capitales permanentes, por ejemplo.

A continuación, presentaremos la separación de la rentabilidad sobre la inversión total, de acuerdo a las fuentes de financiamiento, y en el caso de las fuentes externas separaremos de acuerdo a la duración o vencimiento en corto y largo plazo.

1° Según la procedencia, y

2° Según la duración o vencimiento.

#### 1° Según la procedencia:

- |            |   |   |   |
|------------|---|---|---|
| 1. R.O.E.. | Resultado Neto ,<br>Fondos Propios      | o | Resultado Bruto Corriente<br>Fondos Propios |
| 2. R.O.I:  | Resultado Neto ,<br>F. Propios + Deudas | o | Resultado Bruto Corriente<br>Activo Total   |
|            | (= Activo Total)                        |   |   |

#### 2° Según la duración o vencimiento (antes de gastos financieros):

- |                             |  |
|-----------------------------|--|
| 1. R.O.I.A.* a Largo Plazo: | Resultado Neto + Gastos Financieros L/P<br>Fondos Propios + Deudas L/P               |
| 2. R.O.I.A.* a Corto Plazo: | Resultado Neto + Gastos Financieros C/P<br>Fondos Propios + Deudas C/P               |
| 3. R.O.I.A.* Global:        | Resultado Neto + Gastos Financieros C/P + L/P<br>Fondos Propios + Deudas a C/P + L/P |

De lo anterior, podemos desprender un nuevo índice de rentabilidad, que es la Rentabilidad de los Capitales Permanentes (R.C.P.), es decir, aquella rentabilidad producto de las inversiones financiadas por los capitales permanentes, dicho de otra manera, permite visualizar el retorno obtenido por los capitales permanentes invertidos en la empresa.

Este ratio no es más que la suma del ROE y el ROIA\* a Largo Plazo, y se calcula de la siguiente manera:

Rentabilidad de los Capitales Permanentes:      R.O.E. + R.O.I.A.\* L/P

La importancia de la separación de la Rentabilidad sobre la Inversión en dos partes, es que nos permite establecer el doble nivel del efecto de leverage. Cuando se analice el efecto de leverage financiero, volveremos con este comentario.

#### 4.5 EFECTO DE LEVERAGE FINANCIERO

La relación entre la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera antes de gastos financieros y, permite explicar el mecanismo del efecto de leverage.

$$R.O.E. = R.O.I.A.* \times LEVERAGE$$

El Leverage corresponde a la cuantificación del efecto que produce el endeudamiento o la estructura de financiamiento en la rentabilidad de los accionistas, producto de la parte de la inversión total que ellos no están financiando, pero si están siendo beneficiados. En este caso, al hablar de endeudamiento se está considerando el principal más el costo del financiamiento externo.

Por lo tanto, para determinar el efecto de leverage se debe relacionar el ROE con el ROIA\*, es decir,

$$\text{Leverage} = \frac{R.O.E.}{R.O.I.A.*}$$

Descomponiendo en sus elementos:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Fondos Propios}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Resultado Neto} + \text{Gastos Financieros}}$$

En resumen, el efecto de leverage puede ser positivo o negativo, es decir, puede ser mayor o menor a uno ( $1 > \text{Lev} > 1$ ), por lo tanto, a continuación presentamos los principales perfiles del Leverage:

- a) Si  $ROE > ROIA^*$       Leverage  $> 1$ , Endeudamiento conveniente
- b) Si  $ROE < ROIA^*$       Leverage  $< 1$ , Endeudamiento perjudicial para los dueños
- c) Si  $ROE = ROIA^*$       Leverage = 1, Endeudamiento neutro o no existente

Para que el efecto leverage sea positivo, es necesario que la tasa de rentabilidad de la inversión financiada con deudas sea mayor a la tasa de interés a pagar por el endeudamiento.

Si incorporamos la rentabilidad de los capitales permanentes al análisis del efecto de leverage, podemos concluir que:

- Si  $ROIA^* \text{ Global} > ROE > RCP$ , esta situación nos muestra lo siguiente:

- a) Leverage  $< 1$ , respecto al total, es decir, endeudamiento total.
- b) Leverage  $> 1$ , respecto a los capitales permanentes, es decir, sólo considerando la deuda de largo plazo.

Podemos concluir que el endeudamiento de corto plazo es muy alto o su costo financiero es muy alto, lo que hace que el leverage, considerando el total del endeudamiento, sea negativo. En cambio, al considerar sólo los capitales permanentes, el leverage es positivo.

[1] Mayor información en textos de finanzas, análisis del modelo DuPont.

[2] Entiéndase por Pasivo Total, como la suma de los pasivos y el patrimonio, es decir, el total de la estructura de financiamiento

[3] La ecuación contable y el equilibrio patrimonial, nos muestran que: Activo Total = Pasivo Total (Pasivos más Patrimonio).



## 11. Análisis de Ratios de Valoración

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/analisis-ratios-valoracion>]

Como se señalara en el capítulo 1, el objetivo del análisis fundamental o de los estados financieros es determinar el valor intrínseco de la empresa, para lo cual presentaremos algunos indicadores que nos ayudarán al logro de este objetivo.

### 5.1 PAY OUT

Este indicador muestra la proporción de las utilidades que se distribuyen como dividendos. Representa la política de dividendos.

Es preciso una salvedad, siempre debe relacionarse los dividendos y las utilidades del mismo período.

Pay Out:  $\frac{\text{Dividendo por Acción (DPA)[1]}}{\text{Utilidad por Acción (UPA)[2]}}$

### 5.2 REINVERSION

Complementario al ratio anterior, este ratio muestra la proporción de utilidades no repartidas y por ende, que se dejan en la empresa para su potencial reinversión.

Reinversión:  $1 - \frac{\text{Dividendo por Acción}}{\text{Utilidad por Acción}}$

### 5.3 CRECIMIENTO (g)

El crecimiento en una empresa es una constante preocupación y por ello, se han buscado distintos métodos para estimarlo.

Nosotros retendremos la idea de la tasa de crecimiento sostenido, la cual se basa en el concepto de reinversión.

Para reflexionar acerca de ello, les invito a hacer un pequeño ejercicio, que iniciaremos con la siguiente pregunta: ¿Qué elemento de los estados financieros retendría su atención si queremos visualizar el crecimiento de la empresa en un período determinado?.

Para responder esta interrogante se nos vienen a la mente varios, como:

- Aumento de Activos: pero, si no existiera aumento en la producción?, si los recursos generados por los nuevos activos, sólo generan recursos suficientes para cubrir la deuda?.
- Aumento de Patrimonio: se podrá financiar el crecimiento sólo con aumentos de patrimonio?.
- Aumento de Pasivos: si hay crecimiento, lo lógico es que el nivel de pasivos también aumente.
- Utilidades: un elemento importante para verificar el crecimiento es si la empresa está generando beneficios que en parte puedan ser reinvertido.
- Ventas: si hay crecimiento, generalmente, se generarán mayores ventas por la mayor producto o actividad

Ahora bien, si pudiéramos resumir en un solo índice todos estos elementos, ¿en qué índice pensaríamos?. Indudablemente en la Rentabilidad sobre los fondos propios (ROE), ya que incorpora las ventas, el resultado neto (utilidad), el total de activos y de pasivos y el patrimonio (fondos propios).

Recordemos la composición de este ratio (el subíndice corresponde a la letra de cada elemento que afecta el crecimiento, indicado en el párrafo anterior):

$$\text{R.O.E.} = \frac{\text{Resultado Neto(d)}}{\text{Ventas(e)}} \times \frac{\text{Ventas(e)}}{\text{Activo Total(a)}} \times \frac{\text{Pasivo Total(b) + (c)}}{\text{Fondos Propios(b)}}$$

Ahora bien, construyamos ahora la tasa de crecimiento, que denominaremos con la letra "g",

$$g = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Fondos Propios}} \times (1 - \text{DPA/UPA})$$



Resumiendo,

$$g = R.O.E. \times REINVERSION$$

#### 5.4 PRICE EARNING RATIO (P.E.R.)

Como se vio en el capítulo 1, este ratio permite visualizar cuánto están dispuestos los inversionistas a pagar por las utilidades generadas por la empresa. Este ratio también es conocido como la relación Precio / Utilidad (R.P.U.), como se puede ver en las publicaciones especializadas en finanzas y en mercado de capitales.

Otras formas de interpretar este índice son:

- a) Visualizar cuál es la percepción que mercado tiene de la empresa. Si la percibe sólida, estable, buena o no.
- b) Verificar el nivel de riesgo percibido por el mercado.
- c) Tiempo de recupero de la inversión. Considerando que las utilidades por acción permanecen más o menos constantes en el tiempo y siguen la misma tendencia de la cotización bursátil.

Como podemos apreciar, este indicador es muy importante en el análisis de potenciales inversiones, más aún, en Chile es muy utilizado.

Para poder apreciar sus bondades, mostraremos alguno de los perfiles que puede tener este ratio:

##### 1) Si PER es Alto:

- Están dispuestos a pagar más.
- Desde un punto de vista económico, hay un mayor sacrificio del excedente del consumidor (inversionista).

- Buena percepción del mercado.
- Se asigna un bajo nivel de riesgo a la empresa.
- Se le da mayor tiempo al recupero de la inversión.

- Pay-Back alto.
- Beta (riesgo de mercado) debe ser bajo, ( $b < 1$ ).

##### 2) Si PER es Bajo:

- Están dispuestos a pagar menos.
- Desde un punto de vista económico hay un menor sacrificio del excedente del consumidor (inversionista).

- Mala percepción del mercado.
- Se asigna un alto nivel de riesgo a la empresa.
- Se le da menor tiempo al recupero de la inversión.

- Pay-Back bajo.
- Beta (riesgo de mercado) debe ser alto, ( $b > 1$ ).

Por lo tanto,

- a) PER relación Directa con: Percepción, Recupero, Sacrificio económico.
- b) PER relación Inversa con: Nivel de riesgo Unico y de Mercado ( $b$ ).

Como todo ratio, este indicador tiene sus ventajas y desventajas, por lo que consideramos importante mencionar sus principales debilidades:

- Es un índice híbrido,
- Su variabilidad es compleja de explicar por el efecto de las utilidades por acción que son contables,

- El PER publicado se basa en la cotización bursátil del día (valor de mercado y actual) versus la utilidad por acción al 31 de diciembre pasado (valor contable e histórico), lo que provoca una distorsión en su análisis.

### 5.5 RATIO BOLSA/LIBROS

Este ratio no es más que una relación entre el valor de mercado de las acciones y su valor libros[3], y permitiría verificar si la acción está sub o sobre valuada en el mercado, toda vez que se considere el valor libros como un valor cercano al "valor real" de la acción.

Consideramos necesario e importante hacer una crítica a este indicador, ya que se están relacionando, por un lado, un valor de mercado (cotización bursátil) y, por otra parte, un valor contable o valor histórico corregido (valor libros). Por lo cual, recomendamos su uso con precaución, ya que nos podría inducir a una interpretación errónea.

Matemáticamente,

Bolsa / Libros:  $\frac{\text{Cotización Bursátil}}{\text{Valor Libros}}$

### 5.6 VALOR INTRINSECO

La determinación del valor intrínseco de una empresa, es el objetivo principal del análisis fundamental, y para ello, utilizaremos el ratio PER (como percepción del mercado) y la UPA (como el potencial generador de flujos).

Como es el valor más cercano a un valor real de la empresa, es necesario incorporar no las utilidades actuales o pasadas sino más bien, las utilidades proyectadas, ya que debemos siempre valorar una empresa pensando en el futuro, si bien es cierto que, en general, lo hacemos basándonos en el pasado.

De acuerdo a lo señalado, la determinación del valor intrínseco se hará de la siguiente manera:

V. I. :  $\text{PERHIST} \times \text{UPAPROY}$

Las utilidades proyectadas pueden determinarse de la siguiente manera:

- Si se tiene acceso a proyecciones de resultados en la empresa, debemos usar estas utilidades proyectadas (Utilidades Proyectadas / N° de Acciones);
- Si no existiera esa información o no estuviera disponible, se debe utilizar la tasa de crecimiento sostenido (g), tomando como supuesto que las utilidades de la empresa crecerán al menos, a esta tasa ( $\text{UPAPROY} = \text{UPAHIST} \times (1 + g)$ ).

Una vez determinado este valor intrínseco de la acción, se debe proceder a la comparación de este valor con la cotización bursátil (CO), para visualizar si la acción está sobre o sub valuada en el mercado.

- Si V.I. > CO      Acción Sub valuada por el mercado.
- Si V.I. < CO      Acción Sobre valuada por el mercado.

### 5.7 MODELO DE GORDON Y SHAPIRO (Dividend Discount Model)

El modelo de Dividendos Crecientes a tasas constantes (DDM), más conocido como el modelo de Gordon y Shapiro, es aquel que se basa en los dividendos futuros, creciendo a una tasa constante, a saber, la tasa de crecimiento sostenido (g).

Para determinar el valor de la acción se considera el valor actual de los dividendos futuros más el valor actual del valor futuro de venta, tomando la tasa de ganancia requerida de los accionistas (Ke) como tasa de descuento[4].

En resumen, el modelo queda así:

$$P_0 : \frac{D_1}{K_e - g} -$$

Al igual que en el caso del PER, este valor (P0) de la acción es comparable con la cotización bursátil de la acción, para verificar si la acción está sobre o sub valuada en el mercado.

- Si  $P_0 > CO$       Acción Sub valuada por el mercado.

- Si  $P_0 > CO$  Acción Sobre valuada por el mercado.

Al utilizar este modelo surge una nueva necesidad, que es cómo estimar la tasa de ganancia requerida ( $Ke$ ), para ser incorporada al modelo. Para ello, a continuación, presentaremos los principales métodos para determinar la tasa.

#### Determinación del $Ke$ :

a)  $Ke \text{ conceptual} = i + PRO + PRF$

En este método podemos apreciar que conceptualmente, debemos incorporar el costo de oportunidad ( $i$ ) a lo que adicionamos una prima por riesgo operacional ( $PRO$ ) y una prima por riesgo financiero ( $PRF$ ).

Para poder estimar ambas primas, es preciso visualizar el riesgo operacional, relacionándolo con la variabilidad de las utilidades operacionales  $y$ , el riesgo financiero, a través de confirmar la capacidad financiera de cubrir los compromisos financieros [5].

b)  $Ke = ROE$

Se considera como supuesto que los accionistas hacen suya la rentabilidad sobre los fondos propios generada por la empresa y por ende, la consideran como su tasa de ganancia exigida y que pueden requerir a futuras inversiones.

c)  $Ke = PER-1$

Otra alternativa es utilizar el inverso del PER, tal como se explicó en el capítulo 1, sirve como una mera aproximación a la tasa de ganancia requerida, y dependerá de la percepción del mercado y de su relación con la tasa de interés cero riesgo, para verificar su relevancia.

d)  $Ke = \frac{D_1}{P_0} + g$

Si consideramos el modelo de Gordon y Shapiro, estamos siendo más objetivos, pero debemos hacer un supuesto, el cual es que el precio de la acción (cotización bursátil) es igual al valor intrínseco de la acción.

Situación que en muy pocas ocasiones se da. Pero, si es justo señalar que es más objetivo que los anteriores.

e)  $Ke = RF + b(RM - RF)$

Por último, y no por ser el peor, encontramos el modelo CAPM de la cual surge la proposición de Sharpe, para determinar un  $Ke$  de una manera absolutamente más objetiva, en el sentido de que no se utilizarán supuestos directamente y los datos a utilizar provienen del mercado.

A nuestro juicio, este método es sin lugar a dudas, el más objetivo.

f)  $Ke \text{ HAMADA} = RF + b_{ju}(RM - RF) + b_{ju}(RM - RF) \frac{D}{K} (1 - T)$

De la proposición de W. Sharpe, surge esta metodología de Robert Hamada, quien considera la utilización de un Beta similar, para poder determinar el  $Ke$  relevante para el análisis. Este método se utilizaría cuando la empresa no cotiza en bolsa.

[1] Entiéndase Dividendo por acción,  $DPA$  la relación entre Dividendos a repartir /  $N^\circ$  de acciones.

[2] Entiéndase por Utilidad por Acción,  $UPA$  la relación entre Utilidad del ejercicio /  $N^\circ$  de acciones.

[3] Entiéndase por Valor Libros, el valor que se obtiene al dividir el Patrimonio por el número de acciones.

[4] Mayor detalle, ver en capítulo 1, sección 5, punto 5.1, sobre análisis técnico, métodos clásicos.

[5] Para mayores detalles, se sugiere ver ALVAREZ P., C., "Evaluación Financiera de Proyectos: una metodología", Edic. Universitarias de Valparaíso - UCV, 1995.

## 12. Metodología de Estados de Flujo

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/metodologia-estados-flujo>]

### 1. OBJETIVOS DEL MÉTODO DE ESTADOS DE FLUJO

La metodología de estados de flujo tiene por objetivo retratar completa y realmente el recorrido económico y financiero de una empresa año a año, según el triángulo del diagnóstico financiero. Permite dinamizar el método de masas financieras identificando los flujos financieros reales en relación a las operaciones económicas en el seno de las transformaciones contables ocurridas en un período determinado. Este estado de flujo debe - a través de los flujos ocurridos en un período - verificar como afectan la rentabilidad, la liquidez, la solvencia, la estructura financiera de la empresa y su equilibrio financiero.

Además, podemos mencionar algunos objetivos más operativos, tales como: Identificar los flujos reales; articular el conjunto de flujos y construir estados significativos reveladores del triángulo del diagnóstico financiero y explicativo de la evolución; preparar la toma de decisiones; organizar una planificación financiera a mediano plazo.

El análisis por los flujos se centra en los movimientos de fondos para poner en evidencia el desarrollo monetario de las operaciones de la empresa, cualquiera sea la naturaleza de sus operaciones. Tiene por objeto separar las entradas y salidas de tesorería que constituyen los flujos reales, pues son los únicos representativos del desarrollo monetario de una operación económica o financiera.

#### 1.1 El concepto de flujo financiero

Para comprender la noción de flujo[1], es necesario referirse a la posición de la empresa en su entorno (a saber, los diferentes mercados y agentes económicos) y a las relaciones que se generan entre ellos. Los intercambios que resultan entre ellos, producen movimientos de bienes, de servicios y de capitales en los dos sentidos, los cuales generan flujos.

Sin embargo, todos los movimientos, si bien ellos implican mutaciones de valores netamente al nivel de balance y estado de resultados, no necesariamente son flujos monetarios, así por ejemplo, las depreciaciones representan un flujo contable y no un flujo real, es decir, no afecta la liquidez de la empresa.

Por lo tanto, es necesario identificar los flujos financieros reales, que generen o no flujos físicos como contraparte. Los flujos resultan: a) sea de operaciones físicas que generan flujos físicos y monetarios; o, b) sea de operaciones financieras que generan flujos financieros autónomos.

A continuación, presentaremos algunos, a modo de ejemplo:

##### a) Flujos Físicos y Monetarios.

Flujos de la Empresa al Entorno:

- a) Pago a Proveedores: pago a proveedores de bienes, materias primas, servicios, etc.
- b) Pago a Proveedores de bienes de capital: pago de inversiones en bienes de capital.ç
- c) Pago a los Trabajadores: pago de remuneraciones, honorarios, etc.

Flujos del Entorno a la Empresa:

- a) Pago de Clientes: cancelación de deudas por compra de bienes o servicios.

##### b) Flujos Financieros Autónomos.

Flujos de la Empresa al Entorno:

- a) Reparto de Utilidades: retribución a quienes aportaron el capital.
- b) Reembolso de Préstamos: amortización de deuda y pago de intereses.
- d) Pago al Fisco: pago de impuestos.

Flujos del Entorno a la Empresa:

- a) Aportes de capital: recepción de recursos de parte de los socios o accionistas.
- b) Préstamos obtenidos: obtención de recursos financieros de terceros.
- c) Devoluciones por parte del Fisco: devolución de impuestos pagados en exceso.

os conclusiones importantes podemos extraer de lo señalado anteriormente:

1. El concepto de flujo real puede existir sólo si existe una transacción con un tercero; y
2. Un flujo financiero real es distinto a una mutación de valor que no tiene ninguna incidencia en la tesorería (por ejemplo, capitalización de deudas). Por lo tanto, un flujo financiero corresponde a un flujo monetario (entrada o salida de dinero).

Para aclarar esta noción de flujo y la relación de la empresa con el entorno, presentaremos el esquema del proceso primario del profesor Aquiles Limone A[2], que por sí solo:

**Esquema del Ciclo Primario**

**1.2 El tratamiento de la información contable y la determinación de los flujos reales**

La construcción de un estado de flujo se apoya en algunos principios generales que permiten trabajar sobre la información contable para identificar los flujos monetarios. La información necesaria para ello son los balances de dos años consecutivos y el estado de resultados del período, además, es indispensable incluir las notas explicativas y otra información contable de carácter interno, más depurada, ya que se deben analizar las variaciones producidas en cada ítem del balance.

Siendo un enfoque diferencial, el primer paso es determinar las variaciones de un año a otro, para luego, explicar las tendencias significativas producidas en el período de análisis.

Un elemento fundamental a tener presente es la distinción entre los conceptos de stocks y de flujos:

1.21 Entenderemos por "Stock", aquellos elementos de los estados financieros que representen información a un momento determinado en el tiempo, por lo tanto, los elementos del balance corresponden a stock, ya que representan la información a un momento determinado (fecha de presentación de los estados financieros).

1.22 Entenderemos por "Flujo", aquellos elementos de los estados financieros que representan en sí un movimiento ocurrido durante un período determinado, por ende, los elementos del estado de resultados corresponden a flujos, ya que representan, principalmente, los ingresos, costos y gastos generados entre el 1 de enero y una fecha determinada dentro del mismo período.

También corresponden a flujo las diferencias entre dos balances sucesivos, ya que representan los flujos de entrada y/o salida de una partida dentro de un período determinado.

El principio básico de identificación de los flujos del balance, está representado por las diferencias que representan fuentes o usos de fondos. A continuación, en el cuadro siguiente se resume la identificación de los flujos del balance:

Fuentes de Fondos Recursos de Tesorería (+) Recursos Obtenidos	Usos de Fondos Usos de Tesorería (-) Recursos Aplicados
<b>Aumento de Pasivos:</b> - Obtención de Préstamos o Créditos - Créditos de Proveedores <b>Aumento de Capital:</b> - Emisión de Acciones de pago o Aumento de Capital <b>Disminución de Activos:</b> - Desinversión en Inversiones no productivas o en desuso - Venta de Inversiones financieras <b>Utilidades:</b>	<b>Disminución de Pasivos:</b> - Amortización de Deudas - Pago a proveedores <b>Disminución de Capital:</b> - Devolución de Capital <b>Aumento de Activos:</b> - Adquisición de Inversiones a corto y a largo plazo, sean operativas o financieras <b>Reparto de Utilidades:</b> - Distribución de Dividendos o de utilidades

Otro elemento a tener en cuenta es, el término de flujo de fondos que es diferente al de flujo de efectivo. Para ello, es preciso presentar la diferencia entre ambos. Cuando hablamos de flujo de fondos nos referimos a aquel flujo que representa efectivo o que puede transformarse en efectivo en un período futuro determinado; en cambio, los flujos de efectivo, como su nombre lo indica, se refieren a los flujos financieros reales, es decir, a dinero efectivo.

Adicionalmente, es preciso aclarar un tercer concepto de flujo, que es el de *flujo contable*, que representa un movimiento interno que no afecta los flujos reales, cualesquiera que sean, es decir, que representen flujo de fondos o flujos de efectivo.

Para aclarar la diferencia entre estos conceptos de flujo, a continuación, se presentarán algunos considerandos:

Distinción entre flujos contables y flujos reales:

1. Un flujo real existe sólo si hay una transacción de la empresa con un tercero.



2. Todos los elementos del estado de resultados y todas las variaciones del balance no representan necesariamente flujos reales o flujos monetarios[3], por ejemplo:

- En el estado de resultados tenemos las Ventas que corresponden a un flujo real, pero pueden ser al crédito y por ende, no representan flujo de efectivo, sino que sólo corresponden a un flujo de fondos; por otra parte, las depreciaciones no corresponden a flujo real, sólo representan un flujo contable;
- En el balance tenemos el aumento de capital producto de la incorporación de reservas, o bien, producto de la capitalización de obligaciones convertibles en acciones, lo que representa sólo un flujo contable.

Los principios técnicos que sustentan esta metodología son:

- 1° Identificar los flujos monetarios transformando los flujos contables en flujos financieros.
- 2° Clasificar los flujos financieros en los estados estableciendo categorías homogéneas de flujo y articulando estas categorías.

El estado a preparar dependerá del objetivo que se persigue, si se requiere información respecto a los flujos de fondos originados en un período determinado, se presentará el Estado de Cambios en la Posición Financiera; en cambio, si se requiere información respecto a los flujos de entrada y salida de dinero ocurridos en un período determinado, se presentará el Estado de Flujo de Efectivo.

Considerando que ambos estados presentan información distinta y, muchas veces, complementaria, en las próximas secciones se presentarán las principales características de cada uno de ellos y, cómo podemos enfrentar su análisis.

### 1.3 Uso e interpretación de un estado de flujo financiero

Un estado de flujo permite comprender los flujos monetarios, la importancia y el peso de los factores que explican el comportamiento financiero de la empresa, considerando que corresponde al objeto de estudio de las finanzas. Además, nos permite dinamizar el análisis de la liquidez y la solvencia de una empresa.

Este estado refleja las decisiones financieras, tanto a largo como a corto plazo, tomadas en un período, pues responden a las preguntas básicas: ¿de dónde se obtuvieron los recursos? y ¿en qué los utilizamos?.

Respecto a la interpretación, ésta va a depender de cuál es el estado que está siendo analizado, sea este el Estado de Cambios en la Posición Financiera, o el Estado de Flujo de Efectivo, o el Estado de Variación de Caja, que presentaremos como alternativa y que es muy utilizado en Europa.

Ahora bien, cualesquiera que sea el estado a analizar, siempre debemos partir por tratar de establecer una relación entre las fuentes de recursos y sus usos; luego, verificaremos cómo esto afecta el capital de trabajo y por ende, el ciclo operacional de la empresa; seguidamente, se debe analizar cómo los flujos del período afectaron las operaciones de tesorería o mejor dicho, la gestión de tesorería y por ende, su efecto en el nivel de recursos financieros líquidos. Adicionalmente, es preciso considerar que este análisis va a depender del conocimiento global que se posea del sector de actividad de la empresa, ya que el entorno forma parte integral de este análisis. Esto es con el propósito de emitir un juicio más fundado, no recurriendo a comparaciones interempresas.

## 2. EL ESTADO DE FUENTES Y USOS DE FONDOS

El estado de fuentes y usos de fondos es un estado que permite verificar el origen de los fondos, de dónde provienen los recursos, y su utilización, es decir, en qué aplicamos los recursos que se generaron en el período.

Este estado surgió en la década de los cincuenta como una herramienta de análisis de estados financieros que permite interpretar los cambios en la estructura de inversión y financiamiento de la empresa, y con ello, poder visualizar las decisiones estratégicas y sus efectos en la empresa como un todo.

Para poder centrar los conceptos de base es preciso recordar algunos de ellos:

- A. *Fondos*: Todo recurso real que es efectivo o puede ser transformado en efectivo en un período determinado.
- B. *Flujo de Fondos*: Toda transformación de recursos, sean estas transformaciones financieras, comerciales o productivas. Por lo tanto, no representan flujos de fondos aquellos ajustes meramente contables, como por ejemplo, el ajuste al VPP de las inversiones en empresas relacionadas.
- C. *Fuentes de Fondos*[4]: Aquellas transformaciones que representan la liberación de recursos

inmovilizados, o bien, que representan la captación de recursos frescos. Es decir, de dónde provienen los recursos.

D. *Usos de Fondos*[5]: Representan aquellas transformaciones que han inmovilizado u ocupado recursos. Pueden ser por nuevas inversiones o amortizaciones de recursos captados del exterior.

E. *Principio de Dualidad Económica*[6]: La estructura de la contabilidad descansa en esta premisa (partida doble) y está constituida por: a) recursos disponibles para el logro de los objetivos establecidos como meta y, b) las fuentes de éstos, las cuales también son demostrativas de los diversos pasivos contraídos.

Es decir, Fuentes de Fondos = Usos de Fondos.

## 2.1 Preparación del Estado de Fuentes y Usos de Fondos

Para preparar este estado se presenta la siguiente metodología:

1. Inflactar o deflactar el balance del año 1, con el objeto de trabajar con moneda común,
2. Ajustes de la corrección monetaria del período, incorporadas en los saldos del balance del año 2,
3. Determinar las variaciones de cada partida del balance entre un año y otro,
4. Identificar las fuentes y los usos de fondos,
5. Eliminar aquellas variaciones que no representan flujo real de fondos,
6. Ordenamiento de las fuentes y los usos de fondos,
7. Determinar la variación en el Capital de Trabajo (Fuentes menos Usos).

Este estado permite presentar otros estados que son:

- a) El Estado de Cambios en la Posición Financiera, que resume las fuentes y los usos de fondos de mediano y largo plazo, es decir, trabaja con la parte de abajo del balance. Este estado será presentado en la siguiente sección.
- b) El Cuadro de Análisis de los Principales Componentes del Capital de Trabajo, que muestra las variaciones de cuentas de activo y pasivo circulante, trabaja con la parte de arriba del balance.

## 3. EL ESTADO DE CAMBIOS EN LA POSICION FINANCIERA

El Estado de Cambios en la Posición Financiera es un estado financiero que permite mostrar el origen y la aplicación de fondos, lo que provocará un aumento o disminución del capital de trabajo. Este estado es dinámico, ya que muestra el movimiento ocurrido durante un período determinado en relación a la estructura financiera, es decir, estructura de inversión y de financiamiento. Trabaja con el concepto de Incremental.

El objetivo principal de este estado se refiere a la visualización de dónde provienen y en dónde se utilizan los fondos de mediano y largo plazo, con ello permite ver la estrategia financiera que la empresa está usando, y poder demostrar, como consecuencia de éstas, la variación producida en el Capital de Trabajo en un período determinado.

El estado de cambios en la posición financiera se presenta de la siguiente forma:

- a) Se parte de las fuentes provenientes de utilidades de la empresa, es decir, fuentes de fondos generadas por las actividades de la empresa,
- b) Se determinan las fuentes de fondos de largo plazo que se obtuvieron de terceros,
- c) Se suman estas dos fuentes de fondos y, se les deducen todas las inversiones de largo plazo, como también las disminuciones de obligaciones de largo plazo, considerando en ellas el reparto de dividendos, es decir, los recursos utilizados.

En resumen, el esquema general de presentación es el siguiente[7]:

1. Recursos Obtenidos de la Operación (Utilidades)
2. Recursos Obtenidos de otras fuentes
3. Total de Recursos Obtenidos (1. más 2.)
4. Recursos Aplicados
5. Aumento (Disminución) del Capital de Trabajo (3. menos 4.)

### 3.1 Interpretación del Estado de Cambios en la Posición Financiera

Para analizar e interpretar este estado, es preciso tener claro que las decisiones estratégicas que los administradores deben tomar son aquellas que dicen relación con la inversión, el financiamiento y la política de dividendos.

Este estado permite verificar el cumplimiento de las políticas de inversión en cuanto a la utilización



de recursos, a la política de financiamiento respecto a los recursos obtenidos, considerando su procedencia, es decir, recursos autogenerados o recursos externos, como también la política de dividendos.

También podemos utilizar algunos coeficientes de sensibilidad, considerando que la información que este estado entrega corresponde a variaciones. Por ejemplo:

a) Variación de Activos Totales:

Incremento en los activos totales de una empresa en un período determinado.

Considerando como base esta variación, podemos determinar los siguientes coeficientes:

- *Variación de Activos Totales / Variación de Activos Circulantes*: mostrará el grado de sensibilidad que mide las variaciones que se producen en el activo total frente a variaciones en el activo circulante. Correspondería a una productividad marginal, considerando que en el activo están rotando las utilidades.
- *Variación de Activos Totales / Variación de Inmovilizaciones*: mide el grado de sensibilidad de las inmovilizaciones. Para mayor detalle, este coeficiente puede ser separado en activo fijo y en otros activos.

Por lo tanto,

$$\text{Var. Activo Total} = (\text{Var. Act. Total} / \text{Var. Act. Circ.}) + (\text{Var. Act. Total} / \text{Var. Inmoviliz.})$$

b) Variación de Pasivos Totales:

Variación total de los pasivos más el patrimonio en un período determinado.

Considerando como base esta variación, podemos determinar los siguientes coeficientes:

- *Variación de Pasivo Total / Variación de Deudas Totales*: es el coeficiente de sensibilidad que mide la variación que se produce en el pasivo y patrimonio, por modificaciones en el pasivo de corto y de largo plazo. Para mayor detalle, este coeficiente puede ser separado en Deudas de corto plazo y deudas de largo plazo.
- *Variación de Pasivo Total / Variación de Fondos Propios*: coeficiente de sensibilidad por modificaciones de los fondos propios.

Por lo tanto,

$$\text{Var. Pas. Total} = (\text{Var. Pas. Total} / \text{Var. D. Total}) + (\text{Var. Pas. Total} / \text{Var. Fdos. Propios})$$

Los coeficientes indicados más arriba corresponden a cuatro medidas de eficiencia.

Además, se podrían utilizar algunos indicadores que relacionen elementos de las distintas estructuras, como por ejemplo:

- $(\text{Variac. Act. Circulante} / \text{Act. Circulante}) / (\text{Variac. Pas. Circulante} / \text{Pas. Circulante})$ , es decir, por cada 1% de incremento en el pasivo circulante, cuanto incrementa el activo circulante.

Este indicador permitiría verificar la relación existente entre el activo y el pasivo circulante y por ende, inferir el efecto en el capital de trabajo.

Como podemos apreciar, se pueden construir distintas medidas que permitan apoyar el análisis de este estado.

#### 4. EL ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

El estado de flujo de efectivo es un estado financiero básico que, de acuerdo a la normativa chilena, reemplazó al estado de cambios en la posición financiera, y muestra los ingresos y egresos de efectivo ocurridos en un período determinado. Tiene por objetivo proporcionar información eminentemente financiera respecto a los flujos de efectivo generados en un período determinado, permitiendo verificar: la capacidad de la empresa para generar flujos de ingresos; la capacidad de cubrir sus compromisos con efectivo; la necesidad de recursos externos; el efecto que tienen las actividades de financiamiento y de inversión en los flujos financieros de la empresa; y, los elementos que permiten explicar por qué el resultado del ejercicio no necesariamente representa un flujo de efectivo, a través de la conciliación.

Este estado presenta estos flujos separados de la siguiente manera[8]:

- *Flujos originados por actividades operacionales*: corresponden a los flujos que provienen de la actividad propia de la empresa.
- *Flujos originados por actividades de financiamiento*: corresponden a los flujos provenientes de la captación de recursos financieros.
- *Flujos originados por actividades de inversión*: corresponden a los flujos utilizados en inversiones, sean productivas o financieras.

Dirijimos que el objeto de estudio de las finanzas, está constituido por los fondos; hoy en día, se piensa más en que debe ser el efectivo, pues éste corresponde a la "corriente sanguínea" de la empresa, que por su importancia debe considerarse una de las principales preocupaciones del administrador financiero, y del analista financiero. Por lo tanto, podemos considerar que este flujo de efectivo debería representar un elemento que nos indica las condiciones en las que se encuentra la empresa, desde un punto de vista de la liquidez real.

Para interpretar este estado, al igual que cualquier otro, es preciso basarse en un horizonte de tiempo razonable que permita extraer alguna tendencia.

#### 4.1 Interpretación de los flujos netos operacionales, de financiamiento y de inversión

Los flujos operacionales son los flujos más relevantes, desde un punto de vista del análisis, ya que corresponden a aquellos que provienen de la actividad principal de la empresa, y por ende, son los llamados a proporcionar mayores elementos de juicio dado que una empresa, en principio, debería sustentar sus flujos en esta actividad y no en otra. Este flujo debería sustentar la liquidez en una empresa, ya que permite dinamizarla y además, mostraría la capacidad que posee la empresa para hacer frente, con los flujos generados por las ventas, los pagos a quienes apoyaron el proceso productivo u operacional. Por lo tanto, este flujo debería ser positivo, caso contrario, la empresa estaría en problemas.

Una salvedad a ello es necesaria, debemos poner mucha atención con las empresas con actividades estacionales, ya que podría distorsionar el análisis, según en qué período se concentra su mayor y su menor actividad.

Si el flujo operacional es negativo esporádicamente, no sería tan preocupante en el entendido que esta situación fuera provocada por un hecho absolutamente excepcional o extraordinario. En cambio, si este flujo es constante y se mantiene en el tiempo, la situación será más complicada, ya que la empresa estará obligada a endeudarse para poder cumplir con sus compromisos y se hace absolutamente dependiente del "banco amigo".

Si analizamos el flujo neto de financiamiento, el signo nos llevará a un análisis distinto, ya que lo ideal es que este flujo sea negativo, es decir, que estemos reembolsado los préstamos obtenidos o remunerando a quienes aportan el financiamiento propio.

Respecto a los flujos de inversión, es preciso verificarlos en el tiempo, para analizar si existe una política clara de inversión, además, si este flujo es positivo representa una buena señal respecto a que está invirtiendo y por ende, esto llevaría a pensar en un plan de expansión, y por lo tanto, haría a la empresa más atractiva.

Si el flujo fuera positivo, especial cuidado se deberá tener para verificar la procedencia, si este flujo proviene de la desinversión, sea de activos fijos necesarios o de inversiones financieras excedentarias o rentables, indudablemente, no es tan bueno.

Para interpretar este estado, también se pueden utilizar razones financieras, de las cuales a continuación, presentaremos algunas, que hemos tomado de un trabajo de los profesores Beltramín y Quevedo[9]:

a) Aporte de la Operación al Flujo Total: 
$$\frac{\text{Flujo Operacional Neto Positivo}}{\text{Suma de Flujos Netos Positivos}}$$

Indica la incidencia que tuvo el flujo operacional sobre el total de efectivo generado en el período. En condiciones ideales, este indicador debiera acercarse a 1, es decir, que los flujos operacionales aportarían la totalidad de los flujos percibidos por la empresa.

También podría utilizarse el flujo neto operacional en relación al flujo neto del período.

b) Cobertura de Inversiones: 
$$\frac{\text{Flujo neto operacional positivo}}{\text{Flujo neto de inversiones}}$$

Este índice representa el aporte del flujo neto operacional a los desembolsos de inversión no

cubiertos por los ingresos de la misma actividad.

Se debe multiplicar por (-1), ya que el resultado de la fracción es negativo, producto del signo del flujo neto de inversión.

Un índice igual o mayor que 1 indica cobertura total, por lo tanto, no se tendría la necesidad de recurrir a fuentes de financiamiento externo, para sus inversiones.

c) Liquidez del resultado neto: 
$$\frac{\text{Utilidad neta convertible en flujo operacional(X)}}{\text{Utilidad neta del ejercicio}}$$

(X) La utilidad neta convertible en flujo operacional corresponde al resultado neto del ejercicio menos los resultados por ventas de activos a largo plazo y cargos o abonos que no afectan al flujo.

Este indicador busca visualizar el porcentaje del resultado del ejercicio que se materializa como efectivo o caja. El indicador aceptable debería ser cercano a 1.

d) Materialización de las Ventas: 
$$\frac{\text{Recaudación de deudores por ventas}}{\text{Ventas Brutas}}$$

Este indicador es complementario al anterior y está referido a la recuperación de las cuentas por cobrar a clientes, y debe ser consistente en el tiempo y, por ende, debería analizarse en varios períodos para verificar su regularidad.

De los índices anteriores, propuestos por los profesores Beltramín y Quevedo, podemos generar muchos más, pero siempre teniendo presente las condiciones señaladas en el capítulo anterior.

[1] En este capítulo, la palabra flujo se presenta como sinónimo de "movimiento".

[2] LIMONE, A., Profesor de la Escuela de Comercio, Universidad Católica de Valparaíso - Chile, en su Tesis Doctoral titulada "L'Autopoiesis dans les Organisations" en la Universidad de París-Dauphine, 1977, Cap. 3.

[3] Para mayores detalles, recomendamos ver capítulo 2, sección N° 4.

[4] JIMENEZ B. Patricio, "Técnicas de Análisis Financiero para la interpretación de balances", Editorial Jurídica ConoSur Ltda., año 1999.

[5] JIMENEZ B. Patricio, Op. Cit.

[6] Boletín Técnico N° 1 del Colegio de Contadores de Chile A.G., 1971.

[7] Para mayor detalle respecto a su presentación, ver anexo N° 1.

[8] Para mayores detalles de su presentación, ver anexo N° 1.

[9] BELTRAMIN H., V. y QUEVEDO A., E., "Consideraciones preliminares para el análisis e interpretación del estado de flujo de efectivo", trabajo presentado en la VIII Conferencia Académica Permanente de Investigación Contable, Antofagasta 1997.

## 13. Estado de Variación de Caja

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/estado-variacion-caja>]

Este estado es una prolongación de la reestructuración del estado de resultados y, a su vez, es la prolongación del método de masas financieras del balance con la articulación del capital de trabajo neto, la necesidad de capital de trabajo y la tesorería neta. Representa un enfoque diferencial, pues su preocupación está dada por las variaciones de un año al otro para determinar y explicar las tendencias significativas.

Es un estado muy técnico y difícil de aplicar, a pesar de ello este método tiene como objetivo apoyar la comprensión de los movimientos monetarios que se producen en una empresa y que afectan el equilibrio financiero, la rentabilidad, la liquidez y la solvencia, e incluso, el valor de la empresa.

El método de estados de flujo corresponde a una prolongación de los dos métodos analizados en los capítulos anteriores, a saber: las masas financieras y los ratios, por lo cual debe cumplir un doble objetivo:

- considerando la calidad de la información extraída del análisis centrado en la solvencia y la liquidez de una empresa, este método debe permitir visualizar el equilibrio en la estructura financiera,
- buscará disminuir las deficiencias del método de ratios que se utilizará para emitir el diagnóstico financiero de la empresa, permitiendo dinamizar este análisis.

Estos objetivos estratégicos se lograrán sólo si se dispone de una serie cronológica de estados financieros.

Para construir el estado de flujo es preciso tener presente las dos etapas siguientes:

1. Identificar los flujos monetarios que resultan de las operaciones habituales de la empresa de un año a otro, además, estos flujos son el resultado de las decisiones tomadas en un período determinado.
2. Clasificar los flujos monetarios de manera "parlante", esto a través de establecer categorías homogéneas de flujos, relacionar estas categorías de flujos en forma de "cascada" o de encadenamientos,.

El estado de flujo que proponemos es el denominado "Estado de Variación de Caja", muy utilizado en Europa a partir de los años 70, y que persigue demostrar cómo se ha generado en un período determinado el flujo financiero que ha provocado un aumento o una disminución en el nivel de efectivo de una empresa.

Siendo una prolongación de la metodología de masas financieras, se partirá desde la reestructuración del Estado de Resultados analizado en el capítulo 2, para luego continuar con el análisis de la parte baja del balance, es decir, con los flujos provenientes de fuentes de financiamiento a largo plazo y los usos en inversiones de mediano y largo plazo, de ello se obtendría la variación que tuvo el Capital de Trabajo en el período en análisis. La pregunta que surge acá es ¿Cómo afecta esta variación al ciclo operacional?, y ¿Cuál es el efecto en las operaciones de tesorería?.

Para responder estas preguntas, se analizarán las variaciones producidas en los elementos de la Necesidad de Capital de Trabajo y en la Tesorería Neta, respectivamente.

### 5.1 Construcción y Presentación del Estado de Variación de Caja

Para poder construir este estado debemos reflexionar en términos de fuentes y usos de fondos, es decir, verificar por un lado, el origen de los recursos y, por otro lado, la utilización de dichos recursos.

Para mayor comprensión, a continuación, presentaremos el Estado de Variación de Caja en su conjunto, considerando sus valores intermedios y como están relacionados entre sí, formando un estado coherente, lógico y en cascada, al igual que la reestructuración del estado de resultados.

Este estado se basa en el análisis desde la parte baja hacia la parte alta del balance, pero en la sección 5.3 presentaremos una alternativa de estado.

INGRESOS DE EXPLOTACIÓN (VENTAS TOTALES)  
 - COSTOS DE EXPLOTACIÓN Y GASTOS DE ADMON. Y VENTAS EXTERNOS  
 = **VALOR AGREGADO**  
 - REMUNERACIONES  
 = **EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN**  
 - DEPRECIACIONES  
 = **RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN**  
 + INGRESOS FINANCIEROS  
 - GASTOS FINANCIEROS  
 = **RESULTADO BRUTO CORRIENTE**  
 + INGRESOS EXCEPCIONALES  
 - EGRESOS EXCEPCIONALES  
 = **RESULTADO IMPONIBLE**  
 + INGRESOS POR IMPUESTOS  
 - EGRESOS POR IMPUESTOS  
 = **RESULTADO NETO**  
 + DEPRECIACIONES + OTROS CARGOS QUE NO REPRESENTAN FLUJOS  
 - OTROS ABONOS QUE NO REPRESENTAN FLUJOS DE FONDOS  
 = **CAPACIDAD DE AUTOFINANCIAMIENTO**  
 - REPARTO DE UTILIDADES / DIVIDENDOS  
 = **AUTOFINANCIAMIENTO NETO (I)**  
 VARIACIÓN DE FONDOS PROPIOS  
 + VARIACIÓN DE DEUDAS A LARGO PLAZO  
 = **VARIACIONES DE LOS CAPITALES PERMANENTES**  
 - VARIACIÓN DE INMOVILIZACIONES  
 = **VARIACIONES ESTRATÉGICAS (II)**  
**VARIACIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO (III) = (I) + (II)**  
 VARIACIÓN DE EXISTENCIAS  
 + VARIACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR COMERCIALES (CLIENTES)  
 - VARIACIÓN DE DEUDAS COMERCIALES (PROVEEDORES)  
 = **VARIACIÓN DE NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO DE EXPLOTACIÓN (IV)**  
 VARIACIÓN DE OTRAS CUENTAS POR COBRAR A CORTO PLAZO  
 + VARIACIÓN DE IMPUESTOS POR RECUPERAR  
 + VARIACIÓN DE OTROS ACTIVOS CIRCULANTES  
 - VARIACIÓN DE OTRAS CUENTAS POR PAGAR A CORTO PLAZO  
 - VARIACIÓN DE IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR  
 - VARIACIÓN DE PROVISIONES A CORTO PLAZO  
 - VARIACIÓN DE OTROS PASIVOS CIRCULANTES  
 = **VARIACIÓN DE NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO FUERA DE EXPLOTACIÓN (V)**  
**VARIACIÓN DE LA NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO TOTAL (VI) = (IV) + (V)**  
**VARIACIÓN DE TESORERÍA NETA (VII) = (III) - (VI)**  
 VARIACIÓN DE DEPÓSITOS A PLAZO  
 + VARIACIÓN DE VALORES NEGOCIABLES  
 - VARIACIÓN DE OBLIGACIONES FINANCIERAS A C/PLAZO  
 - VARIACIÓN DE DIVIDENDOS POR PAGAR  
 = **VARIACIÓN DE OPERACIONES DE TESORERÍA (VIII)**  
**VARIACIÓN DE CAJA = (VII) - (VIII)**

Ahora bien, una vez conocido la estructura de presentación de estado, les invito a entrar en la construcción de este estado para cada valor intermedio, para ello a continuación se



resumen:

- 1° Reestructuración del Estado de Resultados, hasta el autofinanciamiento neto,
- 2° Determinación de la variación de los Fondos Propios,
- 3° Determinación de la variación del Pasivo a Largo Plazo,
- 4° Determinación de la variación de las Inmovilizaciones,
- 5° Determinación de la variación del Capital de Trabajo,
- 6° Determinación de la Necesidad de Capital de Trabajo total, separándola en NCT de explotación y NCT fuera de explotación,
- 7° Determinación de la variación de la Tesorería Neta,
- 8° Determinación de la variación de las Operaciones de Tesorería,
- 9° Determinación de la variación de Caja o del Disponible.

A continuación, procederemos a describir cada una de estas etapas o niveles:

### 1° Reestructuración del Estado de Resultados

En este punto, sólo nos limitaremos a recordar que esta reestructuración, ya fue presentada y analizada en extenso en el capítulo N° 2, y en página 22 anterior.

Las preguntas que debemos ser capaces de responder acá son las siguientes:

- a) ¿El Resultado Neto de un período representa un flujo de fondos? o, ¿Representa un flujo de efectivo?
- b) ¿Qué monto de depreciaciones utilizaremos para ajustar el resultado neto?
- c) ¿Es justificable la depuración del Resultado Neto para determinar la Capacidad de Autofinanciamiento?
- d) ¿Debemos ajustar las provisiones que no representen una obligación real o un flujo de fondos?
- e) ¿Es justificable el paso de la Capacidad de Autofinanciamiento al Autofinanciamiento Neto?

El objetivo final de estado es aquel que señala que, debemos explicar a través del recorrido completo desde un punto de vista de los flujos ocurridos en un período, la variación en la caja, y más específicamente, en el Disponible. Para lo cual, basta rebajar de la variación de la tesorería neta, la variación de las operaciones de tesorería.

Este Estado podemos separarlo de acuerdo al tipo de operaciones, al tipo de política, al tipo de decisión, sea estratégica o de gestión. Esta separación, que nos servirá para ordenar el análisis y las conclusiones relevantes que extraeremos de este estado.

Para mayor claridad, a continuación reordenaremos este Estado:

#### - Operaciones de Explotación u Operacionales:

Desde: Ingresos Totales  
Hasta: Resultado Bruto de Explotación

#### - Operaciones de Repartición:

Desde: Resultado Bruto de Explotación  
Hasta: Autofinanciamiento Neto

#### - Política de Financiamiento:

Desde: Capacidad de Autofinanciamiento  
Hasta: Variaciones de los Capitales Permanentes

#### - Política de Inversión:

Desde: Variaciones de Inmovilizaciones  
Hasta: Variación en el Capital de Trabajo

#### - Decisiones de Política Financiera:

Desde: Autofinanciamiento Neto  
Hasta: Variaciones Estratégicas



**- Decisiones de Gestión Financiera:**

Desde: Variación de la Necesidad en Capital de Trabajo de Explotación  
 Hasta: Variación de Tesorería Neta

**- Decisiones de Gestión de Tesorería:**

Desde: Variación de Depósitos a Plazo  
 Hasta: Variación de Dividendos por Pagar

En la página siguiente presentamos un cuadro resumen[1] que permite tener una visión clara y definida del estado y de la relación entre el Capital de trabajo, la Necesidad en Capital de Trabajo y la Tesorería Neta.

**Presentación de un Estado Alternativo**

Si consideramos una nueva estructura de flujos, tomando en cuenta primero, la parte alta del balance y luego, la parte baja, con el objeto de mostrar dos niveles de tesorería o de cash flow, podemos presentar un nuevo esquema de variación de caja.

Primero, se parte del autofinanciamiento neto, para agregar la variación de la necesidad en capital de trabajo, tanto operacional como fuera de explotación, y así obtener la variación de la tesorería neta de autofinanciamiento o flujo de *liquidez a corto plazo*;

Segundo, al saldo anterior se le agrega las variaciones estratégicas, para determinar el flujo de *liquidez a largo plazo*, y corresponde a la variación de la tesorería neta;

Tercero, finalmente se rebaja al saldo anterior la variación de las operaciones de tesorería, para determinar la variación de caja.

En resumen, a continuación presentamos el esquema de un estado de variación de caja organizado en torno a dos niveles de liquidez:

AUTOFINANCIAMIENTO NETO  
 Menos: VARIACIÓN DE LA NCT TOTAL \_  
**FLUJO DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO (o Var. TN de Autofinanciamiento)**  
 Menos: VARIACIONES ESTRATÉGICAS \_  
**FLUJO DE LIQUIDEZ A LARGO PLAZO**  
 Menos: VARIACIÓN DE OPERACIONES DE TESORERÍA  
**VARIACIÓN DE CAJA**

Este esquema presenta un problema y se refiere a la desaparición del Capital de Trabajo en el análisis, lo que no permitiría visualizar directamente si se está invirtiendo o no en el corto plazo, pero sí podría servir para una primera visualización.

**Interpretación del Estado de Variación de Caja**

El método tiende a completar aquel de los ratios; no se trata de algo mágico que el analista aplica para obtener una apreciación de la situación de una empresa. Contribuye a la formulación de un juicio de valor más pertinente y menos riesgoso sobre la salud financiera de una sociedad. En este sentido, no pretende sustituir el buen sentido de los expertos, les guía pero no los libera de hacer prueba de prudencia, de reflexión y de conocimiento de los negocios.

Globalmente, el método permite comprender el encadenamiento de los flujos monetarios, la importancia y el peso de los factores explicativos del comportamiento financiero pasado o esperado de una firma, la situación y la evolución de la liquidez. Estos elementos indican ya una buena parte de sus usos e interpretaciones que pueden ser extraídas.

Cuando se comienza el análisis de este estado de variación de caja, la preocupación se centra en la rentabilidad y en la solvencia, y se infiere el efecto en la estructura financiera, tanto de financiamiento como de inversión; una vez que se incorpora la variación de la necesidad de capital de trabajo nuestra preocupación está en la liquidez potencial y real,

ésta última, verificada en la variación de tesorería neta y de la variación de caja.

En el presente estado se distinguen claramente cuatro pilares en los cuales podemos extraer conclusiones que se relacionan a las decisiones financieras tomadas en la empresa.

a) El primer pilar, consagra a la reestructuración del estado de resultados y de su prolongación, permite estudiar la performance de explotación, la rentabilidad y la capacidad de autofinanciamiento. Permite también acercarse, en parte, a la política de financiamiento en la medida en que, por la situación de los dividendos, da una imagen del arbitraje efectuado entre el objetivo de distribución del resultado generado y el objetivo de autofinanciamiento; provee también indicadores sobre el grado de enriquecimiento de la empresa y sobre sus intenciones de reforzamiento de los fondos propios.

b) El segundo pilar, relativo a las variaciones estratégicas, da cuenta de las orientaciones de política financiera. Relacionando las decisiones de inversión y/o desinversión con las decisiones de financiamiento de largo plazo, permite apreciar el equilibrio financiero "durable" de la empresa, razón por la cual los intereses de este equilibrio son verificados de un año a otro. Para juzgar mejor la concordancia entre las fuentes y usos a largo plazo, este segundo pilar asocia el saldo de las variaciones estratégicas al autofinanciamiento neto, de manera a determinar la variación del capital de trabajo.

c) El tercer pilar, referente a la necesidad en capital de trabajo, describe la gestión financiera "corriente", es decir, la matriz con la cual la empresa controla las consecuencias de sus operaciones de explotación: gestión de stocks, facilidades de pago acordada a los clientes, posibilidades de aumentar el crédito de proveedores, etc.

Este pilar debe ser idealmente interpretado en dos dimensiones:

- Por una parte, las variaciones de la NCT deben ser relacionadas a los elementos constitutivos del resultado de explotación o, más globalmente, de los elementos considerados en el proceso de determinación del autofinanciamiento neto, pues estas variaciones ajustan flujos contables para transformarlos en flujos financieros;

- Por otra parte, la posición diferencial de la NCT es significativa en la medida que sea, en principio, evaluada en el tiempo y luego comparada con la evolución del capital de trabajo neto.

d) El cuarto y último pilar, es el resultado lógico de las descomposiciones precedentes. Resultante de la confrontación de la variación del CTN y de la variación de la NCT, determina los efectos de la gestión de tesorería: colocaciones o inversiones en el caso de un excedente de liquidez o recurrir a créditos bancarios de corto plazo en el caso de una insuficiencia de liquidez.

Teórica y prácticamente, un estado de flujos financieros posee la aptitud de marcar con perspicacia el perímetro de la liquidez de la empresa. Así, en el estado de variación de caja sugerido, la tesorería es explícitamente presentada como dependiente de la relación de fuerzas entre el CTN y la NCT; sus fluctuaciones anuales son explicadas por las variaciones de estos dos agregados o masas; aún más, la variante expuesta en la sección 5.3 permite circunscribir dos niveles interesantes en la percepción de las posiciones de tesorería: el flujo "operacional" y el flujo "global".

Un estado de variación de caja posee la ventaja de situar los orígenes de los problemas eventuales de liquidez. Por ejemplo y por referencia a un gran número de situaciones reales, un estado tal permite constatar por ejemplo que:

- El CTN se deteriora o no se consolida producto de la debilidad de la capacidad de autofinanciamiento, de la mediocridad de su performance de explotación, de una política audaz de distribución de dividendos, de decisiones de inversión importantes no sostenidas por financiamiento de largo plazo, de un deterioro del equilibrio en la parte baja del balance producto del reembolso de un préstamo, etc.;

- El crecimiento en las ventas no es autofinanciada con un crecimiento de la NCT (por sobrevaloración de stocks, la expansión de los créditos a clientes y/o la contracción de los créditos de proveedores);
- La desagregación de las posiciones de tesorería es compensada por recurrir a nuevos créditos bancarios que no hacen más que acentuar el peso de los gastos financieros en el resultado y en las posteriores necesidades de liquidez.

Un estado de variación de caja permite igualmente aclarar el juicio cuando un "conflicto" aparece entre la rentabilidad y la liquidez; así, un mejoramiento del resultado neto del ejercicio puede ser absorbido por una expansión no controlada de la NCT y puede finalmente, provocar un retroceso de la posición de tesorería.

[1] Adaptación de QUINTART, A., Op. Cit.

## 14. Reflexiones Finales

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/reflexiones-finales>]  
CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

El objetivo que se perseguía con esta obra, era proporcionar una metodología de análisis de estados financiero que permitiera lograr emitir un diagnóstico acerca de la situación económica y financiera de una empresa. Metodología que tiene su raíz en Europa, específicamente en Francia y en Bélgica.

El análisis financiero es una disciplina en constante desarrollo, provocado por la evolución de las empresas y de su entorno económico y financiero, lo que hace que los analistas financieros se acerquen más a la empresa y a su realidad, que es el objeto de diagnóstico.

El análisis financiero puede aparecer como una disciplina bastante pujante, más aún que en los últimos años el desarrollo informático ha llevado a la creación de sistemas expertos o software de apoyo al análisis y al diagnóstico financiero, lo que ha permitido simplificar el manejo de las cifras, pero no así la tarea de interpretación de dicha información.

El análisis de los estados financieros se basa en la información contable, que se debe revisar y depurar, ya que la información contable tiene algunas limitaciones, como:

- que es esencialmente retrospectiva, pues se basa en información histórica corregida, y
- que no incorpora ni aspectos humanos, ni técnicos, ni comerciales, como tampoco las estrategias de la empresa.

Por ello, el analista no debe sólo contentarse con esta información, sino que debe incorporar toda la información cualitativa y cuantitativa, tanto interna como de su entorno inmediato. Además, el análisis financiero debe ser la base para las proyecciones, es decir, que permita un diagnóstico financiero global, analizando la evolución histórica, el presente y proyectándola al futuro, así podrá apoyar realmente el proceso de toma de decisiones.

El diagnóstico financiero interno asociado al análisis de las variables externas que afectan a la empresa, forma el binomio que sirven de base a la planificación estratégica, en especial a la planificación financiera, ya que permitirá efectuar el diagnóstico global de la empresa y con ello, tomar decisiones de inversión, de financiamiento y de reparto de utilidades o dividendos.

Cada vez más, sobre todo cuando concierne a empresas en dificultad, el análisis financiero es considerado como una de las tareas, entre otras, de un diagnóstico global dirigido a emitir un juicio de valor acerca de la empresa. Para apoyar lo señalado, es importante recordar a A. Marion en 1993<sup>[1]</sup>, quien señalaba que, "un diagnóstico como tal comporta en general tres grandes fases":

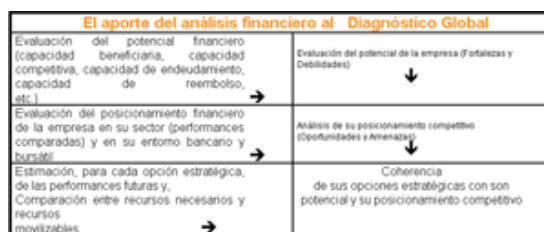
1. Una fase de evaluación del potencial de la empresa (comercial, técnica, humano, financiero, etc.),
2. Una fase de posicionamiento competitivo en su entorno y,
3. Una fase de evaluación de sus opciones estratégicas.

El análisis financiero permite evaluar el potencial financiero de la empresa y, en particular, su competitividad financiera así como sus capacidades de endeudamiento y de cobertura de dichas deudas. Permite así posicionar la empresa frente a su entorno financiero - a los bancos y al mercado financiero - confrontando sus características a las normas y restricciones emitidas por este entorno.

Por lo tanto, el análisis financiero ya no es una disciplina autónoma, sino más bien, es uno de los aspectos de una disciplina más amplia, el diagnóstico global de la empresa.

Para mejor comprender este punto, presentaremos el planteamiento que Bernard Colasse muestra en su libro "L'analyse financière de l'entreprise" (1994), presentando cual es el

aporte del análisis financiero al diagnóstico global.



Fuente: Adaptación de COLASSE, B., L'analyse financière de l'entreprise, Collection Repères, Editions La Découverte, París, 1994.

[1] MARION A., Le diagnostic d'entreprise: cadre méthodologique, Economica, Paris, 1993.

Visita más cursos como este en mailxmail:

[<http://www.mailxmail.com/cursos-empresa>]

[<http://www.mailxmail.com/cursos-contabilidad-finanzas>]



¡Tu opinión cuenta! Lee todas las opiniones de este curso y déjanos la tuya:

[<http://www.mailxmail.com/curso-analisis-estados-financieros-nueva-metodologia/opiniones>]

### Cursos similares

Cursos	Valoración	Alumnos	Vídeo
<b>MS Excel Para Finanzas</b> Este curso está ideado para profesionales del área financiera, estudiantes e interesados que ya conozcan el programa para poder perfeccionar su uso con esta herramienta. e... [04/10/05]	●●●●●	9.338	
<b>Los sistemas económicos</b> En el estudio de los sistemas económicos regionales debe incluirse la gente que los habita. esa consideración no se limita a la faz meramente utilitaria que contempla a l... [09/03/06]	●●●●●	462	
<b>Mejora de los procedimientos de compras</b> En este curso podrás conocer los mejores procedimientos de compras para tu empresa. te servirá para determinar las necesidades de cambio en los procedimientos de compras.... [04/06/08]	●●●●●	337	
<b>Contabilidad para todos</b> Descubre de una forma sencilla y rápida todo lo que necesitas saber sobre contabilidad y economía financiera de empresa. esta materia resultará útil a gestores, regulador... [31/07/07]	●●●●●	3.940	
<b>Curso de bolsa</b> Este curso te servirá de introducción a la bolsa de valores de los estados unidos. a partir de aquí tendrás unos conocimientos mucho más amplios sobre este tema.... [30/03/06]	●●●●●	1.672	