

# SOBRE EL ANALISIS FINANCIERO Y SU NUEVA ORIENTACION

*Valentín Azofra Palenzuela*

**RESUMEN.**— La formación de un cuerpo teórico en el seno de la Economía Financiera de la Empresa ha modificado profundamente el rumbo del Análisis Financiero. El análisis tradicional de estados financieros orientado a emitir un diagnóstico de la situación económico-financiera de la empresa, ha dejado paso a un nuevo enfoque que centra su interés en las necesidades de información que requiere la toma de decisiones financieras y que se apoya en la utilización de técnicas de análisis multivariante, en el uso creciente del ordenador y en la disponibilidad de bases de datos relativas a grandes muestras de empresas para describir, explicar y en ocasiones, predecir el comportamiento de la empresa. En línea con esta nueva orientación, el presente trabajo propone un modelo de análisis basado en la creación de valor y provisto de una estructura de desarrollo acorde con el marco conceptual e interpretativo de la moderna teoría financiera. Un modelo, en suma, que permite al analista financiero vincular el valor de mercado de las acciones con una serie de variables representativas de la política financiera de la empresa, entrelazadas entre sí a través de la denominada red de valor.

## 1. OBJETO Y METODOLOGIA DEL ANALISIS FINANCIERO

El análisis económico-financiero o, simplemente, análisis financiero es un proceso metodológico que trata e interpreta la información económica, contable financiera y jurídica, relativa a una empresa o a un colectivo de empresas, con el propósito de emitir un juicio o diagnóstico sobre la evolución pasada, situación actual y posibilidades futuras de la empresa.

En palabras de Lev (1978), el análisis de estados financieros forma parte de un sistema o proceso de información cuya misión es la de aportar datos para la toma de decisiones.

Como tal proceso, la metodología del análisis financiero debe caracterizarse por su flexibilidad para adaptarse a las necesidades y objetivos de

los distintos grupos sociales implicados en la actividad empresarial, así como facilitar la incorporación de nuevos elementos y técnicas de análisis que permitan una valoración lo más correcta posible y ajustada a la realidad de la situación económico-financiera de la empresa.

En particular, una de las formas tradicionales de analizar la situación económica-financiera de una empresa o de un sector empresarial es la utilización de ciertas técnicas basadas en el análisis e interpretación de los estados financieros<sup>1</sup>, tanto los denominados estados contables tradicionales (balance de situación y cuenta de resultados) como otros estados económico-financiero de más reciente implantación o de carácter complementario (estado de origen y aplicación de fondos, estado de tesorería, estado de valor añadido, estados de variación del patrimonio neto y de inversión en recursos humanos, etc.)

Para el análisis e interpretación de los estados financieros se dispone de una serie de técnicas o métodos —propios de este enfoque del análisis financiero— entre los que cabe señalar, como más adecuados a los distintos fines a que resultan aplicables, los siguientes (Bernstein, 1983):

— Estados financieros comparativos, que permiten analizar la evolución registrada en el tiempo por las magnitudes contables de una empresa o sector determinado.

— Series de tendencias mediante números índices, que expresan cada magnitud como tanto por ciento de su valor en un año base. Es especialmente útil para juzgar conductas de comportamiento a lo largo del tiempo.

— Estados financieros porcentuales de base cien, que reflejan cada magnitud como porcentaje del total del estado financiero de que se trate. Permite tanto la comparación a lo largo del tiempo como con otras empresas.

— Análisis de ratios, cocientes o proporciones entre distintas magnitudes económico-financieras, que permite transformar un número elevado de magnitudes en otro más pequeño de indicadores.

— Análisis especiales como previsiones de tesorería, análisis de origen y aplicación de fondos, análisis del punto de equilibrio, etc.

Se trata, en suma, de comparar entre sí las variables objeto de estudio, ya sean de una misma empresa a lo largo del tiempo (análisis de series históricas) o de una empresa con otra o con agregados de empresas en un momento determinado (análisis de corte transversal).

La elección de una u otra técnica depende críticamente de su capacidad para ofrecer una información síntesis que, partiendo de la información básica disponible, permita una cuantificación del binomio rentabilidad-

1 Los estados financieros de la empresa son de dos tipos: de situación o equilibrio y de flujos. El primer tipo se corresponde con el balance o estado de equilibrio, el segundo con los estados de circulación: a) económica: cuenta de resultados y estado de valor añadido, y b) financiera: estado de origen y aplicación de fondos y estado de tesorería o «cash-flow». A este respecto, puede consultarse Cuervo (1994, pp. 66-94).

riesgo a modo de sinopsis del grado de realización del objetivo financiero de la empresa y de su posición de equilibrio a corto y largo plazo.

En este sentido, el análisis de estados financieros está llamado a examinar alguno o varios aspectos importantes de la situación económico-financiera de la empresa y tener presente de forma explícita o implícita el flujo de valores correspondientes a la actividad que realiza; y ello —como señalan Cuervo y Rivero (1986)— sea cual fuere el método de análisis que se utilice, ya que, en definitiva, lo único que no puede perderse de vista es el hecho de que están analizando la «gestión» y los «resultados» de un ente en continua actividad.

Consiguientemente, este tipo de análisis suele articularse sobre tres grandes bloques de variables (Maroto, 1989): a) variables referidas a la situación patrimonial, que delimitan la cuantía y composición relativa de los capitales, en sentido económico y financiero, y determinan su adecuación recíproca en términos de disponibilidad y exigibilidad; b) variables que reflejan flujos de renta, en sus componentes de ingresos y costes, a efectos de evaluar y justificar las diferentes rentabilidades —económica y financiera— y márgenes; y c) variables relativas a flujos financieros, como indicadores de la solvencia a diferentes plazos temporales, y que no son sino variables «proxy» del riesgo financiero asumido en la actividad empresarial, y que condiciona la mayor o menor variabilidad de los resultados finales.

## 2. CONTENIDOS BASICOS

Al contenido básico de cada una de estas tres áreas o partes fundamentales del análisis de estados financieros<sup>2</sup> nos referimos seguidamente, no sin antes precisar que los objetivos del análisis pueden orientarse a satisfacer las necesidades de los usuarios internos (propiedad, dirección, empleados,...) y externos (inversores, clientes, proveedores,..) de la información de la empresa.

### 2.1. EL EQUILIBRIO FINANCIERO DE LA EMPRESA

El equilibrio de la empresa entre inversiones y financiaciones requiere que el activo fijo —inversiones a largo plazo— esté financiado con recursos financieros a largo plazo o capitales permanentes —acciones, obligaciones, autofinanciación y créditos a medio y largo plazo—, mientras que el activo circulante —inversiones a corto plazo— esté financiado con cré-

2 La consideración de estas tres áreas fundamentales, se encuentran también presente en la definición de análisis financiero propuesta por E. Cohen (1994): «un conjunto de conceptos, métodos e instrumentos que permiten tratar las informaciones contables y otras informaciones de gestión al objeto de evaluar la situación financiera, la rentabilidad y el riesgo de una empresa o de una organización.

ditos a corto plazo. Sin embargo, para que exista solvencia financiera en la empresa, los capitales permanentes deben ser suficientes para financiar no sólo el activo fijo, sino también la parte estable del activo circulante que, aunque técnicamente es líquida, desde el punto de vista financiero constituye una inmovilización y requiere, por tanto, recursos financieros de la misma naturaleza que el activo fijo.

Este excedente de los capitales permanentes sobre el activo fijo, llamado fondo de rotación o maniobra nos proporciona una medida del equilibrio financiero, es decir, de la aptitud de los activos para hacer frente al reembolso de los pasivos. El fondo de maniobra se convierte así en una especie de fondo de previsión o garantía para hacer frente a las discontinuidades — o desfases temporales entre cobros y pagos— y del ciclo de explotación o ciclo dinero—mercancías—dinero. Un fondo de rotación negativo —o incluso nulo— coloca a la empresa en una situación financiera muy peligrosa abocando a ésta en un plazo más o menos largo a la suspensión de pagos, sobre todo en épocas de restricciones crediticias o recesión económica.

Naturalmente el equilibrio financiero de la empresa no se reduce tan sólo a la existencia de un fondo de rotación positivo, aunque éste sea un aspecto fundamental. Las diferentes categorías de recursos financieros: créditos a corto, medio y largo plazo, financiación interna y externa, capitales permanentes y no permanentes, inversiones circulantes y fijas, tipos de inversiones y financiaciones, deben ajustarse a ciertos coeficientes o ratios, dependientes muchas veces de las características del sector o actividad productiva, de la política financiera de la empresa, de la coyuntura económica, etc.

## 2.2. RENTABILIDAD ECONOMICA Y RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS

El análisis de la rentabilidad de la empresa requiere centrar la atención en alguna medida de la misma que responda a los objetivos del análisis financiero. Dado que el objetivo normativo de maximización del valor de la empresa para los accionistas no resulta operativo al exigir un «mercado» que «valore» el conjunto de las consecuencias de las decisiones de la empresa, con información, transparencia y atomización, etc., supondremos que el objetivo financiero de la propiedad de la empresa es maximizar el poder generador de beneficios futuros. La aceptación de este objetivo centra la atención tanto en la variación del volumen de los capitales propios como en la rentabilidad de los mismos (Cuervo, 1983).

La variación de los capitales propios viene explicada por el crecimiento interno o inducido, determinado por la tasa de retención de beneficios y la rentabilidad media de los capitales propios, y/o por el crecimiento externo o ampliación de capital con financiación externa de los accionistas.

La rentabilidad de los fondos propios es consecuencia de la rentabilidad de los activos o inversión, de los efectos del apalancamiento financie-

ro, y si se mide por el beneficio neto de intereses e impuestos también debemos incluir el impuesto sobre el mismo como factor que afecta a la rentabilidad.

A su vez, la rentabilidad de los activos o rentabilidad económica es combinación del margen y de la rotación; es decir, consecuencia del margen de ventas —antes de intereses e impuestos— y afectado tanto por la eficiencia operativa como por la mayor o menor libertad en la fijación del precio y por la rotación.

El análisis del apalancamiento financiero obliga a diferenciar su efecto examinando los valores medios de los costes aparentes de la deuda y rentabilidad de los activos —datos contables heterogéneos deducidos de la contabilidad nominalista— de los estudios con base en los costes financieros reales del último período y la rentabilidad económica real —indicadores más correctos de las consecuencias de las políticas de financiación—.

En general, todo análisis de rentabilidad debe partir: a) de la interrelación de los ratios económico-financieros para analizar la eficiencia de la empresa. Esta es consecuencia tanto de la eficiencia operativa, del grado de libertad en la fijación de precios (grado de monopolio), como de decisiones financieras —efecto apalancamiento— e impositivas; b) del análisis temporal de los mismos, dado que es desde una perspectiva temporal cuando se pueden extraer conclusiones válidas (Cuervo, 1983).

### 2.3. LA SOLVENCIA A CORTO Y LARGO PLAZO

El proceso de evaluación de la solvencia de una empresa a largo plazo es bastante diferente del que se sigue al evaluar la liquidez a corto plazo. En este último, el horizonte temporal es reducido y normalmente puede hacerse una precisión razonable de los flujos de fondos. Ello no es posible en el supuesto del largo plazo, por lo que las medidas utilizadas en la determinación de la solvencia a largo plazo son menos específicas y más generales.

#### 2.3.1. *Análisis de la liquidez a corto plazo*

La liquidez a corto plazo de una empresa viene dada por la medida en que la misma puede hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Cuando una empresa no puede hacer frente a sus obligaciones pendientes a su vencimiento, su existencia futura está en peligro, lo que relega las demás medidas de rendimiento a un lugar secundario, si no irrelevante. La evaluación de la liquidez a corto plazo está relacionada con la evolución del riesgo financiero (Bernstein, 1984).

Una de las medidas de la liquidez y solvencia a corto plazo que goza de mayor aceptación entre los analistas financieros, es el fondo de rotación o fondo de maniobra de la empresa, al que antes se hacía referencia. El ratio

de solvencia o coeficiente entre el activo circulante y el pasivo circulante mide la reserva de fondos líquidos disponibles en relación con las obligaciones a corto plazo como margen de seguridad frente a la incertidumbre y aleatoriedad a que están sometidos los flujos de fondos de la empresa. La naturaleza de los activos y pasivos circulantes y el índice de rotación de los mismos son los dos aspectos estructurales del fondo de maniobra, cuya evolución resulta ser esencial para la interpretación del ratio de solvencia como indicador de la liquidez y las posibilidades de financiación a corto plazo.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que el carácter estático del ratio de solvencia —relación entre el activo y el pasivo circulante en un determinado momento— y el hecho de que esta medida de la liquidez no tome en consideración la gran influencia que tienen los flujos de fondos en la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones vencidas, hacen necesaria la utilización de ratios complementarios del ratio de solvencia y búsqueda de otras medidas de la liquidez más dinámicas. Los ratios de liquidez y de activo disponible (*prueba ácida*) son, sin duda, los más representativos entre los primeros, y los ratios relacionados con el flujo de fondos y el cash-flow los más utilizados entre los segundos.

Una alternativa importante, y muchas veces superior a los métodos estáticos de medición de las condiciones vigentes en un momento determinado, es el análisis de los estados de circulación financiera (flujo de fondos): estado de tesorería o «cash-flow» y estado de origen y aplicación de fondos. El análisis del flujo de fondos toma como punto de partida el presente y, aunque se basa en pautas fiables de la experiencia pasada, utiliza las mejores estimaciones de los planes y condiciones futuras para prever la futura disponibilidad y disposición del efectivo o del capital circulante.

Las previsiones de tesorería a corto plazo y las del estado de origen y aplicación de fondos a largo plazo constituyen dos de los métodos más exactos y fiables con que cuenta el analista financiero para evaluar la liquidez futura de la empresa. Los múltiples y complejos factores que influyen en las entradas y salidas de caja hacen que las previsiones de tesorería solamente puedan proyectarse sobre un período de tiempo no superior al año. Más allá de este horizonte temporal la incertidumbre es tan grande que hace imposible elaborar previsiones de tesorería detalladas y fiables. Las estimaciones a más largo plazo, en vez de fijarse en el cobro y pago de cuentas, han de fijar su atención en la previsión del beneficio neto y en otras fuentes y aplicaciones de fondos. A largo plazo, el acento no está en el efectivo, sino en los fondos, es decir en el capital circulante o fondo de maniobra.

### 2.3.2. Evaluación de la solvencia a largo plazo

La estabilidad financiera de la empresa y el riesgo de insolvencia al que está expuesta dependen en gran parte de las fuentes de fondos de la empresa, así como del tipo de activos de la misma y de la importancia relativa de

estas categorías. El análisis de la estructura de capital estudia los distintos tipos de fondos de capital utilizados en la financiación de la empresa.

La estructura de capital se compone básicamente de recursos propios y recursos ajenos, y es evidente que cuanto mayor sea la proporción de recursos ajenos en la estructura de capital de la empresa, tanto mayores serán los gastos fijos y las obligaciones de reembolso y tanto mayor la probabilidad de insolvencia. La falta de pago del principal y de los intereses dará lugar generalmente a procedimientos de quiebra por los que los accionistas ordinarios pueden perder el control de la empresa, así como todas o parte de sus inversiones. Otro efecto importante derivado de una elevada proporción de recursos ajenos es la pérdida de capacidad financiera, es decir, de la posibilidad de obtener fondos adicionales en los mercados de capitales.

Una forma sencilla de medir el riesgo financiero de la empresa es analizar la composición de su estructura de capital. Este análisis puede efectuarse mediante estados porcentuales o mediante ratios, y suele complementarse con el examen de los vencimientos de la deuda, de los gastos en conceptos de intereses, y de otros factores que repercuten sobre el riesgo. Entre estos últimos, hay que referirse a la estabilidad de los beneficios de la empresa y del sector a que pertenece, así como al tipo de activos en que están invertidos sus fondos.

A menudo, conviene también analizar la disponibilidad de los fondos o del cash-flow necesarios para atender las necesidades de la deuda de la empresa. Las ratios de cobertura del beneficio miden directamente la relación entre los gastos fijos de la deuda y el beneficio disponible para hacerlos frente. Otra medida adicional de la seguridad de la empresa es el ratio cash-flow en tanto por ciento de la deuda a largo que relaciona la disponibilidad de fondos con el endeudamiento total a largo plazo.

A largo plazo, los beneficios y la capacidad de generación de los mismos —que implica la capacidad cíclica de generar fondos en el futuro— son algunos de los indicadores más importantes y fiables de la capacidad financiera. Los beneficios son las fuentes de fondos más deseables y fiables para el pago a largo plazo de los intereses y del principal (Bernstein, 1984).

#### 2.4. LIMITACIONES DEL ANÁLISIS FINANCIERO TRADICIONAL

La aplicación de este esquema clásico del análisis financiero presenta serias limitaciones tanto de índole conceptual como de orden técnico. Los problemas conceptuales vienen referidos a la selección de las variables más relevantes para el diagnóstico, la determinación de las relaciones de sustitución entre ellas, la utilización de datos históricos en la predicción, la cuantificación de los indicadores, etc. Además, la información aportada por los estados financieros puede no reflejar fielmente la realidad económica e inducir a error si la interpretación de los mismos ha sido distorsionada debido a inconsistencias entre los conceptos económicos y contables

y a las diferencias surgidas en la aplicación de distintos principios y normas de valoración contables. Las dificultades de carácter técnico se ponen de relieve en la utilización práctica de la técnicas de análisis antes referidas, tanto por lo que atañe a la inexistencia de una norma con la que confrontar los indicadores financieros como por la necesidad de considerar distintas variables simultáneamente<sup>3</sup>.

Algunos de estos problemas se han intentado superar con el denominado análisis financiero moderno<sup>4</sup>, un nuevo enfoque que aspira a ser nexo de unión entre el análisis tradicional de estados financieros y la moderna teoría financiera de la empresa y que se apoya en la utilización de técnicas estadísticas para el análisis e interpretación de la información financiera empresarial.

### 3. EL ENFOQUE ACTUAL DEL ANALISIS FINANCIERO

Siguiendo a Lev (1978), cabe señalar que la diferencia principal entre los métodos tradicionales y moderno radica en la estructura de su desarrollo. Mientras que en el método tradicional dicha estructura no está claramente definida, por lo que el análisis adolece de falta de dirección y progreso, en los nuevos métodos, por el contrario, las técnicas e instrumentos se contrastan dentro de una estructura bien definida por la teoría de las decisiones financieras. El principal objetivo del moderno análisis de estados financieros es —según Lev— la construcción formal de sistemas de información relacionados integralmente con los modelos de toma de decisiones; orientación que se refleja en las siguientes características:

a) El análisis de los estados financieros ya no es una parcela separada de los modelos y teorías económicas. La información obtenida del análisis es ahora parte integrante de los modelos financieros y económicos.

b) Las necesidades de información que demandan los modelos de la moderna teoría financiera de la empresa no pueden ser satisfechas por instrumentos como el análisis de ratios. Es preciso utilizar técnicas estadísticas más o menos sofisticadas, tales como el análisis de regresión o las técnicas estadísticas de clasificación.

c) El análisis financiero moderno no se limita ya a datos contables convencionales como los que se deducen del balance y la cuenta de resultados, sino que se utiliza también la información que proporcionan los mercados financieros o las predicciones de los directivos sobre los resultados de la empresa.

3 Sobre las limitaciones del análisis financiero clásico, puede verse Fernández (1986).

4 Desde la publicación de la obra de B. Lev «Análisis de Estados Financieros. Un Nuevo Enfoque», existe una tendencia creciente en la literatura financiera a distinguir entre análisis financiero clásico o tradicional y análisis financiero moderno.



### 3.1. TEORÍA FINANCIERA Y ANÁLISIS FINANCIERO

En la medida que convengamos que la orientación actual del análisis financiero tiene como objetivo la construcción formal de sistemas de información relacionados integralmente con los modelos de toma de decisiones, la atención del análisis ha de dirigirse hacia las necesidades de información que requiere una dirección financiera que guía sus actuaciones por los principios, criterios y pautas de comportamiento propuestos por la moderna teoría financiera de la empresa. Así concebido, el análisis financiero se integra en el marco conceptual e interpretativo de la economía financiera, tanto en cuanto se refiere a la vertiente explicativa de los resultados de las decisiones financieras adoptadas en el pasado como en cuanto atañe al intento de elaborar modelos predictivos del comportamiento financiero de la empresa.

Consiguientemente, una forma de alumbrar las nuevas orientaciones del análisis financiero es la de examinar la evolución seguida por la teoría financiera o microeconomía financiera, si se prefiere emplear este segundo término. A este respecto, es obligado reconocer que el alcance de las finanzas empresariales no ha sido siempre el mismo. Sus fronteras, en cuanto área de conocimiento, han seguido un curso expansivo, condicionado por el discurrir de las transformaciones económicas y guiado por los cambios en las funciones propias de la dirección financiera de la empresa. Del originario enfoque descriptivo de la financiación de empresas se ha pasado a otro que combina el análisis riguroso con la teoría normativa; de un campo centrado en la obtención de fondos a otro que incluye la gestión de activos, la asignación del capital y la valoración de la empresa en el mercado; y de un planteamiento que enfatizaba el análisis externo a otro que pone el acento en la toma de decisiones dentro de la empresa (Azofra y Fernández, 1992).

Como acertadamente han señalado Jensen y Smith (1984), la teoría financiera de la empresa anterior a los años cincuenta estuvo plagada de inconsistencias lógicas y tuvo un carácter marcadamente prescriptivo. Los temas de mayor atención en el campo de las finanzas eran las políticas óptimas de inversión, financiación y dividendos, pero con escasa o nula consideración de la naturaleza del equilibrio en los mercados financieros y el efecto sobre esas políticas de los incentivos individuales. Durante esta época, precisa Charreaux (1993), las finanzas como disciplina académica se caracterizan por una ausencia casi total de preocupaciones explicativas. Se pretende principalmente bien describir las prácticas, bien prescribir normas extraídas de la práctica. Los trabajos sobre los métodos de valoración y selección de inversiones son fundamentalmente normativos y se inspiran en la teoría económica neoclásica, especialmente en las aportaciones de Irving Fisher.

El estado poco desarrollado de la teoría financiera de la empresa caracterizó también a la teoría de los mercados financieros hasta las postrimerías de los años cincuenta. Sería tras la publicación del celeberrimo trabajo

de Modigliani y Miller (1958) sobre la irrelevancia de la estructura de capital de la empresa, cuando las finanzas empresariales experimentan su primera revolución científica y paradigmática. Era el inicio de una nueva era que iba a traer consigo la aplicación de los principios y métodos analíticos de la microeconomía a la resolución de los problemas de finanzas y, por ende, un cambio fundamental en la metodología de la financiación de empresas al transformar su tradicional orientación institucional en otra puramente económica y de carácter explicativo.

Paralelamente, el desarrollo de la teoría de carteras de Tobin-Markowitz y su posterior generalización durante los años sesenta a la valoración de activos financieros en un contexto de equilibrio general de mercado, iban a sentar las bases para otro cambio no menos importante en la evolución financiera: el mercado como marco de valoración de la empresa y del grado de cumplimiento de su objetivo financiero frente a los modelos del análisis fundamental o análisis financiero. Esta evolución se vería complementada durante los años setenta con la teoría de la valoración de opciones y sus aplicaciones a la financiación de empresas.

La integración de ambas líneas de investigación significó un cambio radical en el pensamiento financiero que, a partir de ese momento, encontraría en la teoría microeconómica de la elección individual un nexo de unión entre la teoría de los mercados financieros (investment) y la teoría de la financiación de empresas (corporate finance), dos ramas de las finanzas que hasta entonces habían evolucionado separadamente.

Contrastando el cuerpo teórico de las finanzas, la investigación empírica sugiere que las decisiones financieras de la empresa se adoptan en función de ratios-objetivo a largo plazo, si bien en el corto plazo se registran desviaciones con respecto a éstos, en respuesta a consideraciones temporales y a las condiciones del mercado. Igualmente, prueba la influencia que sobre las decisiones financieras ejerce una serie de variables como el tamaño de la empresa, la estructura de sus activos, el riesgo económico y financiero, la política de autofinanciación, la tasa de crecimiento sostenible, etc.

Aunque las implicaciones para la dirección financiera y para el análisis financiero de este nuevo enfoque de la teoría son múltiples y diversas, cabe traer a colación, como más importantes, las siguientes:

1. El principio de maximización de la riqueza de los accionistas no sólo es un criterio válido para la toma de decisiones financieras, sino también un criterio económico racional para la colocación del ahorro en el mercado de capitales.

2. La empresa puede concebirse como un cartera de proyectos y sus oportunidades de inversión debieran evaluarse del mismo modo que los inversores evalúan los activos financieros.

3. Los modelos de valoración de mercado permiten evaluar el proceso de creación de valor en la empresa de una manera más objetiva que los modelos del análisis fundamental o financiero.

4. Las decisiones financieras de la empresa deben evaluarse en términos de su contribución a la rentabilidad y riesgo no diversificable de la empresa.

5. El coste de capital para la empresa no es sino el resultado de añadir al tipo de interés sobre los activos libres de riesgo una prima por el riesgo no diversificable de la empresa.

6. Determinados problemas financieros como la estructura de capital de la empresa, la valoración de la flexibilidad estratégica, el papel de la liquidez, los efectos de las fusiones, adquisiciones y escisiones, así como otros muchos aspectos de la estrategia financiera, pueden tratarse y evaluarse como si fueran opciones o activos contingentes.

Todas estas reflexiones se concitan en el esbozo de un nuevo modelo de análisis financiero orientado a evaluar la creación de valor en la empresa, dotado de la estructura de desarrollo que le proporciona la moderna teoría financiera y basado en el uso creciente del ordenador y la disponibilidad de bases de datos relativos a grandes muestras de empresas. Como señala Foster (1986), el nuevo análisis de estados financieros ni siquiera requiere el acceso directo a los estados financieros tradicionales como el balance o estado de situación.

### 3.2. LA CREACIÓN DE VALOR COMO OBJETIVO DEL ANÁLISIS

La moderna teoría financiera de la empresa ha venido, en efecto, a dotar de una estructura de desarrollo al análisis financiero. De acuerdo con la teoría, la asignación eficiente de recursos por parte de las empresas exige a éstas la observancia de un criterio económico racional en sus decisiones financieras. Como antes referíamos, un principio válido a estos efectos es el que atiende a la maximización de la riqueza de los accionistas a través del valor de sus acciones en el mercado: un criterio que incorpora la relación entre riesgo y rentabilidad y que proporciona una guía racional para la toma de decisiones en la empresa (Van Horne, 1980).

El valor de mercado constituye un buen indicador de las expectativas de los inversores acerca de la capacidad de la empresa para generar flujos de tesorería con relación al conjunto de empresas de su sector de actividad. Y cuanto más eficientemente funcione el mercado financiero, mejor aproximación al valor de la empresa constituirá el valor del mercado de las acciones. Además el hecho de adoptar como marco de valoración el mercado organizado proporciona una cierta garantía al proceso mismo de valoración<sup>5</sup>, si bien no por ello se puede dejar de tener en cuenta el efecto

5 Cuando más eficiente sea el mercado menor será el riesgo de que la información disponible no refleje fielmente la realidad económica. Un riesgo ciertamente elevado, como antes apuntábamos, cuando la información procede exclusivamente de los estados financieros.

de las imperfecciones que friccionan el funcionamiento de los mercados de capitales.

De acuerdo también con la teoría, el valor de la empresa viene dado por la capacidad de la misma para generar rentas o beneficios, es decir, por la rentabilidad de sus activos productivos. Lógicamente, cuando la rentabilidad de los activos productivos —rentabilidad económica— supere la requerida por los inversores, la empresa estará creando valor para sus acciones. Por tanto, el objetivo de maximizar la diferencia entre el valor de mercado de la empresa y el capital invertido por sus propietarios. De esta manera, rentabilidad y creación de valor se nos presentan como objetivos financieros intercambiables en tanto que conceptos indisociables.

Desde la óptica del moderno análisis financiero, una forma práctica de evaluar el grado en que la empresa alcanza su objetivo es comparar su valor de mercado con su valor contable. Cuando una empresa asigna eficientemente sus recursos consigue, por lo general, crear valor para los partícipes en la misma y, en la medida que obtenga rentabilidades superiores a las requeridas por los inversores, su valor de mercado será mayor que su valor contable. La razón por cociente entre ambos valores o ratio de valoración nos proporciona una idea del grado de eficiencia asignativa con que opera la empresa, un ratio que, cuando se entiende en términos de valor económico a coste de reposición de los activos, se corresponde con el ratio «q» resultante de la aplicación de la teoría Q de Tobin a la valoración de la empresa.

A partir del conocido modelo de valoración propuesto por Gordon y Shapiro, el ratio de valoración de la empresa puede descomponerse como sigue<sup>6</sup>:

$$\frac{VM}{VC} = \frac{RRP - (RRP * RET)}{K - (RRP * RET)} = \frac{RRP}{K} + \frac{g[RRP - K]}{K[K - g]}$$

en donde:

VM = valor de mercado

VC = valor contable

RRP = rentabilidad de los recursos propios: BN/RP

BN = Beneficio neto

RP = Recursos Propios

K = Coste de capital

g = tasa de crecimiento sostenible = RRP x RET

RET = tasa de retención de beneficios.

6 Expresión que resulta de sustituir la «tasa de crecimiento sostenible» (g), en el archiconocido modelo de Gordon-Shapiro ( $VM = D / K[k - g]$ ), por su equivalente ( $RRP * RET$ ), sin más que tener en cuenta que los dividendos (D) no son sino la diferencia entre el beneficio neto (BN) y el beneficio retenido. Para un mayor detalle puede verse Andrés y Azofra (1992)

En la expresión anterior, el ratio de valoración aparece descompuesto en dos sumandos. El primero, que se interpreta como el valor del ratio en situación de no crecimiento, representa el «índice de creación de valor», mientras que el segundo refleja la creación de valor atribuible a las oportunidades de reinversión que ofrece el crecimiento de la empresa, a partir de la siguiente expresión:

$$\frac{VM}{VC} = \frac{RRP - (RRP * RET)}{K - (RRP * RET)}$$

Como puede observarse, a la luz de la descomposición efectuada, el ratio de valoración de la empresa (VM/VC) viene determinado por tres variables fundamentales: la rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios (RRP), la tasa de retención de beneficios (RET) o cociente entre los beneficios retenidos y los beneficios netos, y la tasa de retorno requerida por los accionistas (K) o coste del capital para la empresa. A su vez, la rentabilidad de los fondos propios es función de la rentabilidad económica de la empresa y de su nivel de endeudamiento, como es bien conocido, siendo la decisión de dividendos la variable de política activa que determina la retención de beneficios.

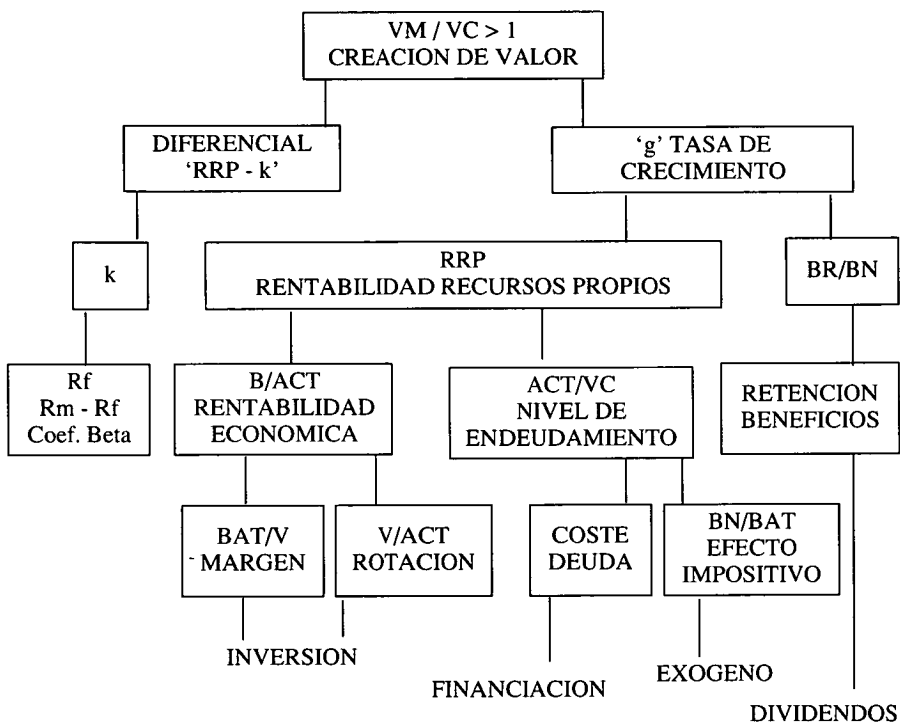
De acuerdo con el modelo anterior, dos son los indicadores que permiten evaluar la bondad de las decisiones financieras con relación al objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas: el ratio de valoración (VM/VC) y el índice de creación de valor (RRP/k). Obviamente, cuanto mayor sea la rentabilidad de los recursos propios con relación a la tasa requerida por los accionistas, mayor será la relación entre el valor de mercado de la empresa con relación a su valor contable. Además, siempre que el diferencial de rentabilidad (RRP-k) sea positivo, cuanto mayor sea el crecimiento mayor será también la creación de valor.

En este planteamiento subyacen, sin embargo, dos hipótesis restrictivas de la realidad (crecimiento ilimitado y mantenimiento del diferencial de rentabilidad) que, aún sin invalidar el modelo de análisis, hacen conveniente la utilización de modelos multiperíodo en los que la variable a estimar sea el número de años durante los que es posible mantener las ventajas (duración del valor) que proporciona el crecimiento y el mantenimiento del diferencial de rentabilidad (ventajas competitivas).

A la relación gráfica entre el ratio de valoración y el índice de creación de valor se le conoce como curva de valor. A menudo, la curva de valor se expresa a través de la relación entre el ratio valor de mercado a valor contable y el diferencial de rentabilidad «RRP-k» o entre el ratio de valoración y la rentabilidad sobre recursos propios, directamente y en sustitución del índice de creación de valor. En este último caso, la pendiente de la curva de valor se identifica con el ratio precio-beneficio o PER, entendido éste como el múltiplo de capitalización de los beneficios en los términos siguientes:

$$\frac{VM}{VC} = \frac{VM}{BN} * \frac{BN}{RP} = PER * RRP$$

En general, el modelo de creación de valor permite al analista financiero vincular el valor de mercado de las acciones con una serie de variables operativas y financieras, representativas de las políticas de la empresa cuyas interrelaciones tejen la red de valor que muestra el gráfico siguiente:



FUENTE: Azofra y Andrés (1992).

El análisis de estas variables y de las relaciones que entre las mismas se establecen con relación siempre a su contribución al objetivo financiero de la empresa, proporciona sugerentes recomendaciones para la toma de decisiones estratégicas orientadas a la creación de valor. Este método de análisis tiene, a su vez, fuertes implicaciones para la fijación de los objetivos de rentabilidad y crecimiento, pues, como se deduce del modelo, la empresa ha de determinar sus objetivos a largo plazo de manera que se alcance la rentabilidad requerida por los inversores. Cuando la empresa obtenga rentabilidades superiores a las requeridas, el precio de las acciones será superior a su valor contable. Además, este proceso se verá amplificado por el efecto palanca del crecimiento, siempre que se mantenga el diferencial

positivo de rentabilidad percibido por los accionistas. Por el contrario, cuando las expectativas de los inversores sean que la empresa invierta por debajo de sus necesidades, el valor de mercado de las acciones se mantendrá por debajo de su valor contable.

Se trata, en suma, de un modelo de análisis financiero que permite al analista efectuar un diagnóstico sobre la situación económica y financiera de la empresa, fundamentado no sólo en las variables del análisis características del enfoque tradicional, sino también en la identificación de los conductores reales del proceso de creación de valor, sus factores explicativos y las interrelaciones que entre éstos se establecen a través de la correspondiente red de valor.

### 3.3. LA NECESIDAD DE APLICAR TÉCNICAS ESTADÍSTICAS.

La utilización de métodos estadísticos reponde a la necesidad de prolongar y sistematizar el análisis financiero clásico y superar el tratamiento secuencial de la información, permitiendo un análisis simultáneo de las características relacionadas con la situación económico-financiera de la empresa. Con este tipo de análisis se persigue un objetivo globalizador, la obtención de una idea resumen que facilite una visión de conjunto de las diversas facetas del comportamiento empresarial y sirva para explicar y anticipar las causas de dicho comportamiento y de la situación de la empresa en un momento determinado.

Entre las técnicas estadísticas aplicables al análisis financiero figuran el análisis por descomposición y los métodos de análisis multivariante. El análisis por descomposición es una técnica estadística que permite estudiar la estructura de un conjunto de información integrado por distintos elementos, la distribución de éstos dentro del conjunto global y los cambios de composición a lo largo del tiempo. Tradicionalmente, el método utilizado para analizar los cambios en el valor relativo de la rúbricas en que se descompone un estado financiero ha sido el de reducir éste a fracciones significativas e investigar los cambios experimentados por cada una de estas fracciones. Pero, como señala Lev (1978), tal análisis no resulta suficientemente adecuado pues requiere el examen de todas las rúbricas del estado financiero a lo largo de varios períodos, y no proporciona una medida sumatoria de todos los cambios habidos. Por el contrario, el análisis por descomposición ofrece un mecanismo importante para identificar, de una parte, si verdaderamente se han producido cambios en la estructura de los estados financieros, y de otra en qué punto están localizados la mayor parte de estos cambios<sup>7</sup>.

7 Para un examen más en profundidad de los fundamentos teóricos de esta técnica de análisis y de sus aplicaciones al campo del análisis financiero, véase Abad y Castañeda (1977). Aplicaciones empíricas de las medidas de descomposición pueden verse en: Fernández (1986), y Azofra y Martínez (1988).

La aplicación de métodos de análisis multivariante al análisis financiero permite describir, explicar y, en ocasiones, predecir el comportamiento empresarial mediante el examen conjunto y simultáneo de una serie de características e indicadores directa o indirectamente relacionados con la situación económico-financiera de la empresa.

En particular, las técnicas de análisis multivariante posibilitan establecer relaciones y leyes operativas, investigar estructuras latentes y ensayar diversas maneras de organizar los datos de partida en estructuras conocidas y fácilmente utilizables. Además, el uso encadenado de dichos métodos o técnicas —es decir, la aplicación de un determinado método sobre los resultados de otro—, permite obviar algunos de los problemas que hacen referencia a la necesidad de que las variables sean independientes o que sigan una ley de distribución normal (Gómez Bezares, 1981).

Por otra parte, las amplias bases de datos que demandan los modelos de la moderna teoría financiera de la empresa hacen obligado el recurso a técnicas multivariantes a la hora de manejar e interpretar un volumen tal de información, especialmente cuando se trata de analizar el comportamiento de distintos grupos de empresas. En tales circunstancias, el análisis multivariante facilita la comprensión global de un conjunto de características u observaciones representativas de las distintas facetas del comportamiento empresarial, así como la descripción y análisis de las mismas; esto es, proporciona una idea resumen de las pautas de comportamiento seguidas por un colectivo de empresas o individuos, permite el establecimiento de hipótesis al respecto y también la comparación del comportamiento de unos individuos con el de otros.

Puede decirse, en suma, que el uso de métodos y técnicas multivariantes en el campo del análisis financiero obedece a una triple finalidad<sup>8</sup>: a) resumir la información al objeto de facilitar su manejo e interpretación; b) identificar pautas de comportamiento que, no pudiendo deducirse directamente de los valores de las variables, están implícitas en las relaciones que internamente se establecen entre las mismas; y c) plantear problemas complejos caracterizados por la interrelación de las variables analizadas, cuya resolución requiere un tratamiento simultáneo del conjunto de la información disponible.

El análisis multivariante incluye un conjunto de métodos estadísticos caracterizados por el análisis conjunto de más de dos variables. Debido a las numerosas aplicaciones que tiene en la práctica totalidad de las ciencias experimentales, el análisis multivariantes ha tenido un desarrollo creciente en los últimos años, habiendo influido notablemente en este desarrollo las no ha mucho impensables posibilidades que actualmente ofrece la informática.

<sup>8</sup> Un detalle más preciso del amplio abanico de posibilidades que ofrece la aplicación de métodos multivariantes dentro del área financiera, puede verse en: Aguiar y Fernández (1988, págs. 25 y 26)



Los métodos de análisis multivariante habitualmente empleados en el área de la economía financiera pueden clasificarse de acuerdo con múltiples criterios. Atendiendo al objeto perseguido con su aplicación, suele distinguirse entre métodos descriptivos y métodos explicativos. Los primeros se caracterizan por no establecer a priori ninguna distinción entre las variables analizadas, dispensando a todas el mismo tratamiento. Los métodos explicativos también llamados métodos de dependencia se caracterizan por presuponer la existencia de una relación de causalidad entre las variables, utilizándose normalmente con fines de predicción.

Según los resultados esperados del análisis, los métodos descriptivos se pueden clasificar, a su vez, en: 1) técnicas de análisis, reducción y representación de datos, denominadas genéricamente métodos factoriales por ser aplicables cuando el objetivo del análisis es reducir la dimensionalidad del problema planteado; 2) técnicas de estructuración, que tienen por objeto identificar grupos homogéneos de individuos —análisis cluster en sus diversas variantes— u obtener una ordenación de los mismos —análisis de escalas dimensionales—.

Entre los métodos explicativos susceptibles de aplicación al campo financiero sobresalen los siguientes: 1) el método de regresión múltiple, aplicable cuando se considera una sola variable dependiente y métrica que depende —viene explicada— de otra serie de variables independientes; 2) el análisis discriminante, que se utiliza cuando existe una única variable dependiente y ésta es de carácter cualitativo<sup>9</sup>; 3) el análisis multivariante de la varianza, susceptible de aplicación cuando el conjunto de variables a explicar depende de varias variables independientes de carácter cuantitativo; 4) el análisis canónico aplicable cuando las variables independientes son cualitativas y se pretende predecir un conjunto de variables dependientes, cualitativas o cuantitativas.

#### 4. UN APUNTE FINAL A MODO DE CONCLUSION

Los problemas relacionados con la selección de las variables más relevantes para el diagnóstico, la cuantificación de los indicadores, la inexistencia de una norma con la que confrontar éstos y la necesidad de considerar distintas variables simultáneamente, son algunas de las limitaciones y carencias que presenta el análisis tradicional de estados financieros. A la superación de estos problemas, limitaciones y carencias se orienta el denominado moderno análisis financiero.

El nuevo enfoque se apoya en la economía financiera de la empresa y en la utilización de técnicas estadísticas para el análisis e interpretación de la información financiera procedente no sólo de los estados contables, sino

9 Cuando la variable a explicar no es de carácter cuantitativo, resultan también aplicables los modelos de regresión múltiple diseñados para variables dependientes cualitativas: «probit» y «logit», especialmente.

también de los mercados financieros o, incluso, las predicciones de los directivos sobre los resultados de la empresa. Sobre estas bases, el principal objetivo del moderno análisis financiero es la construcción formal de sistemas de información relacionados integralmente con la toma de decisiones financieras. La atención del análisis se dirige, pues, hacia las necesidades de información que requiere una dirección financiera que guía sus actuaciones por los principios, criterios y pautas de comportamiento propuestos por la moderna teoría financiera de la empresa.

Concebido así el análisis financiero, la información obtenida del mismo se integra en el marco conceptual e interpretativo de la economía financiera, tanto en cuanto se refiere a la vertiente explicativa de los resultados de las decisiones financieras adoptadas en el pasado como en cuanto atañe al intento de elaborar modelos predictivos del comportamiento financiero de la empresa. A estos efectos, las técnicas de análisis multivariante permiten describir, explicar y, en ocasiones, predecir el comportamiento empresarial mediante el examen conjunto y simultáneo de una serie de características e indicadores directa o indirectamente relacionados con la situación económico-financiera de la empresa.

Todo lo anterior se plasma, en este artículo, en la propuesta de un modelo de análisis financiero orientado a evaluar la creación de valor en la empresa y dotado de la estructura de desarrollo que le proporciona la moderna teoría financiera: un modelo que permite al analista efectuar un diagnóstico sobre la situación económica y financiera de la empresa, a partir del análisis tanto de las variables características del enfoque tradicional (equilibrio financiero, rentabilidad y riesgo) como de aquellas otras que vinculan el valor de mercado de las acciones a la política financiera de la empresa.

#### BIBLIOGRAFIA

- Abad, J. y Castañeda, P. (1977): «Las medidas estadísticas de descomposición: una herramienta útil del moderno análisis financiero» *Esic-Market*, nº 24.
- Aguiar, I. y Fernández, A.I. (1988): «Aplicación de métodos multivariantes al análisis financiero» *Esic-Market*, nº 62, octubre-dic, págs. 21-37.
- Andrés, P. y Azofra, V. (1992): «Enfoques alternativos en la valoración de estrategias» En HIRIGOYEN, G. (Ed.): *Le management des entreprises dans l'espace économique européen*. Bordeaux, págs. 1-23.
- Azofra, V. (1987): «La estructura de capital de la empresa: factores explicativos», *Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valladolid*, Valladolid.
- Azofra, V. y Fernández, A.I. (1992): «Evolución reciente de la moderna teoría financiera». *Anales de Ciencias Económicas y Empresariales*. Nº 7, págs. 111-126.
- Azofra, V. y Martínez, A. (1998): «Cambios recientes en el modelo de financiación de la empresa privada española» *Actualidad Financiera*, nº 43, noviembre, págs. 2271-2297.
- Azofra, V. y Miguel, A. (1990): «Nuevos enfoques en la teoría de la estructura de capital» *Revista de economía y empresa*, vol. X, nº 27-28, mayo-diciembre, 1990.

- Bernstein, L.A. (1984): *Análisis de estados financieros*. Deusto, Bilbao.
- Charreaux, G. (1993): «Théorie financière et stratégie financière» *Revue française de gestion*, Javier-Fevrier.
- Cohen, E. (1994): «Vingt-cinq ans de recherches et d'avancées en analyse financière» *Mimeo. Seminario hispano-francés de análisis financiero*. La Pineda de Salou, Septiembre.
- Cohen, E. (1994): *Analyse financière* Ed. Economica, París, 3ª edición.
- Cuervo, A. y Rivero, P. (1986): «El análisis económico financiero de la empresa» *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 49, págs. 15-33.
- Cuervo, A. (1994): *Análisis y planificación financiera de la empresa*, Ed. Cívitas, Madrid.
- Fernández, A.I. (1986): «El diagnóstico financiero de la empresa. Nueva tendencia de análisis» *Revista española de financiación y contabilidad* nº 49, pp 113-131.
- Fernández, A.I. (1994): *Introducción a las finanzas*. Ed. Cívitas, Madrid.
- Foster, G. (1986): «Financial statement analysis» *Prentice Hall*, Englewood cliffs, New Jersey, 1986.
- Gómez Bezares, F. (1981): «Análisis Multivariante» *Boletín de Estudios Económicos*, agosto, págs. 233-257.
- Jensen, M.C. y Smith, C.W. (1984): *The Modern Theory of Corporate Finance*. McGraw-Hill, USA.
- Lev, B. (1978): *Análisis de estados financieros: un nuevo enfoque*. Ediciones ESIC, MADRID.
- Maroto Acin, J.A. (1989): «Evolución reciente de la rentabilidad y de sus factores explicativos (1982-1987)» *Papeles de Economía Española*, nº 39, págs. 376-396.
- Modigliani, F. y Miller, M.H. (1985): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment» *American Economic Review*, vol. 68, nº 3, junio, págs. 261-297.
- Van Horne, J.C. (1980): *Financial Management and Policy*. Prentice Hall International Editions. Englewood Cliffs.