

ALBERTO J. MACARIO \*

# Encuadre y contenido de la función financiera

\* Director del Instituto de Administración de Empresas, en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba.

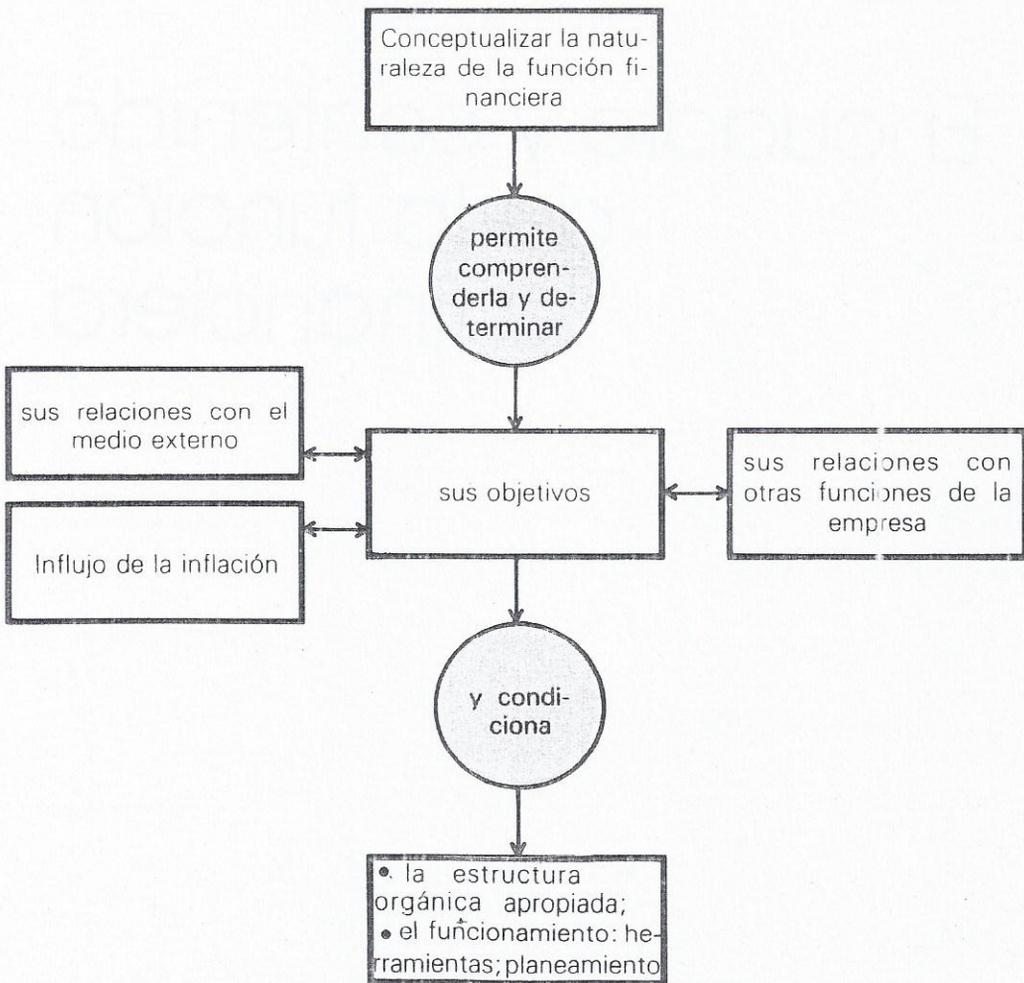
# I. LA FUNCION FINANCIERA

## 1.1. SU NATURALEZA

Es fundamental entender la naturaleza de la función financiera; ello permite establecer los objetivos que le son propios y procura lograr, así como comprender el modo en que éstos son afectados por la inflación y las medidas a adoptar para defenderse de ella, las relaciones que tiene con otras funciones de la empresa y del medio externo, la más apropiada estructura orgánica para la función financiera y las herramientas con que trabaja; todo ello exhibe la ilustración 1.

La función financiera se desarrolla dentro del ámbito de una organización, o sea, en el seno de un grupo humano deliberadamente constituido o reconstituido para el logro de objetivos prefijados (1), de donde se infiere que ese grupo humano hace uso de una diversidad de recursos para lograr sus fines: naturales, humanos y financieros o *capital*.

Para alcanzar los objetivos de una organización, estos recursos deben ser evaluados y administrados; y se usa para ello, como común denominador, al dinero.



1. Efectos de conceptualizar la naturaleza de la función financiera

El área financiera, en su concepto más amplio, es la responsable de la administración de los distintos flujos de dinero que se producen en toda organización.

La empresa es uno de los múltiples tipos de organizaciones existentes. A nuestros fines la consideraremos sólo desde el punto de vista económico; es decir, como *unidad económica de producción*. Desde esta perspectiva económica, todo proceso productivo puede considerarse como la inmovilización transitoria de una serie de factores de producción disponibles en un momento dado (2). Decidida la inversión y efectuada la inmovilización correspondiente, todo el proceso económico subsiguiente es una marcha hacia la movilización de esos factores de producción; o lo que es lo mismo, hacia la transformación de esas inmovilizaciones en disponibilidades. Esto es lo que se denomina como ciclo:

DINERO ⇒ MERCADERIA ⇒ DINERO

Junto al proceso de circulación física de bienes materiales se produce, pues, un proceso financiero que sirve de soporte a dicha circulación. Las contraprestaciones correspondientes a las corrientes de bienes materiales, que circulan en el proceso productivo, se expresan siempre en términos monetarios que relacionan la transferencia del bien en sí, con la de su valor, expresado en unidades monetarias. Así, por ejemplo, a la entrada de materia prima corresponde una salida de dinero o una promesa de pago de dinero; a la prestación de trabajo corresponde el salario pagado o a pagar; etcétera.

Puede afirmarse que en toda empresa, y también en las organizaciones sin fines de lucro, existe un permanente flujo de fondos y una función financiera que debe ser cumplida para alcanzar los objetivos perseguidos.

Para precisar mejor la naturaleza de la función financiera, conviene diferenciarla de otras funciones o actividades realizadas en toda organización, con las cuales está íntimamente vinculada.

## 1.2. SITUACION FINANCIERA Y SITUACION ECONOMICA

Estos dos aspectos no deben ser confundidos. Es posible que en un momento dado una empresa goce de buena situación económica y sufra una mala situación financiera, y a la inversa.

Cuando decimos que una empresa tiene buena situación económica queremos significar que su actividad operativa produce adecuado nivel de beneficios; pero si al mismo momento dicha empresa padece escasez de fondos para atender compromisos, diremos que está en mala (o al menos estrecha) situación financiera. Este caso es frecuente en empresas que llevan a cabo una política de crecimiento, o están ampliando su capacidad, reinvertiendo todas o gran parte de sus utilidades, además de capitales adicionales que toman en préstamo; en esas circunstancias pueden verse con escasos fondos disponibles y, en muchos casos (máxime si no existe una adecuada planificación financiera), dificultades para atender sus compromisos operativos.

Es también el caso frecuente de empresas que no observan adecuado equilibrio entre los plazos a los cuales realizan sus inversiones, y los plazos por los cuales obtienen los capitales con que las llevan a cabo. Por ejemplo: adquieren bienes de uso con financiamiento a corto plazo, en tanto que financian las ventas a plazo mayor que aquél por el cual obtuvieron los capitales aplicados

a financiar dichas ventas. En tales circunstancias (bastante comunes en la Argentina, dada la escasa relevancia del mercado de capitales), aunque esté operando con satisfactorio nivel de utilidades, la empresa podrá hallarse ante dificultades financieras, pues al momento de tener que devolver los capitales con los cuales se financia, no los habrá liberado de las aplicaciones que les dio.

En el caso inverso, si la empresa está reduciendo su nivel de actividad, quizá liquidando por debajo del costo parte de sus existencias, puede encontrarse en mala situación económica (pues posiblemente tenga pérdidas), mientras su situación financiera será desahogada por los fondos que le ingresan y quedan disponibles por falta de reinversión. Este caso es típico, por ejemplo, en los negocios de temporada, que al final de ésta liquidan sus existencias presuntamente al costo o a un precio muy cercano a éste, y no reinvierten con fines operativos los fondos así liberados.

Si una empresa enfrenta una apretada situación financiera (fondos escasos para atender sus necesidades), pero es buena su situación económica (adecuado nivel de beneficios), ésta irá haciendo mejorar la situación financiera en el mediano plazo. En el supuesto que dimos antes, es lógico suponer que la empresa, en un momento dado, dejará de realizar nuevas inversiones (aunque más no sea con carácter transitorio); y si las realizadas fueron adecuadas, generarán a su vez nuevos beneficios, los cuales se sumarán a los que ya obtenía; así mejorará su situación financiera.

Por el contrario, las empresas no pueden hacer frente por mucho tiempo a malas situaciones económicas (bajos beneficios, y menos aún pérdidas) aunque sea buena su situación financiera, pues las pérdidas irán consumiendo las disponibilidades, hasta que éstas también serán insuficientes para seguir operando.

De ambos aspectos (la situación financiera y la económica) prevalece o tiene más importancia la segunda, toda vez que permite, a mediano plazo, superar la mala situación financiera. Pero si la mala situación financiera se mantiene por mucho tiempo, debido a un manejo inadecuado o por malas inversiones, obligará a la empresa, en muchos casos, a tomar fondos prestados adicionales; generalmente éstos serán tomados a tasas de interés crecientes, con lo cual se afectará la situación económica.

Tal la situación ante la cual se encontraron muchas empresas argentinas, al operar con alto grado de endeudamiento constituido a tasas de interés reales negativas, con lo cual disponían de su subsidio encubierto. Cuando las tasas de interés pasaron a ser positivas, debido al cambio en la política económica, dichas empresas tuvieron un costo real positivo por su endeudamiento; ello redujo sus beneficios y, en muchos casos, debieron soportar quebrantos. El mal manejo financiero, por no querer o no poder cambiar su endeudamiento, llevó a muchas empresas a situaciones muy comprometidas, e incluso a la cesación de su operatividad.

Como vemos, si bien es posible en el corto plazo (por razones de política empresarial o de coyuntura) que sea buena la situación económica y mala la situación financiera, o a la inversa, tal estado de cosas no se puede mantener en el mediano plazo y menos aún en el largo, porque inexorablemente conducirá a la empresa a una encrucijada de difícil o imposible solución.

Debe quedar en claro también que el correcto manejo financiero de la

empresa hace a su resultado económico, tanto a nivel de la empresa, como de sus dueños; ello se origina, entre otros aspectos, en la estructura de financiamiento con que se opere, y en el costo de cada uno de los componentes de dicha estructura.

### 1.3. FINANZAS Y CONTABILIDAD

A veces se ha planteado el interrogante de si la contabilidad y las finanzas son una misma cosa; o si las finanzas son un aspecto de la contabilidad; o si ésta es parte de aquélla.

Nada de ello es cierto; ambas tienen individualidad propia y distinta. La contabilidad es un sistema de información que suministra datos a la administración financiera; y no todos los que ésta necesita, sino sólo una parte de ellos. Para poder desempeñar sus funciones, la administración financiera necesita más datos; unos provenientes de otra áreas internas de la empresa (producción, comercialización, compras, etc.), y otros exteriores a ésta.

Además, la información proveniente del campo contable (o de otras áreas) tiene que ser a menudo reelaborada para adecuarla al uso de la gestión financiera.

Esta reelaboración se debe a la existencia de criterios diferentes en la compilación de la información por parte de la contabilidad y la administración financiera.

Las principales diferencias de concepto son las siguientes:

a) la contabilidad trabaja normalmente siguiendo el criterio de lo *devengado*; la gestión financiera, en cambio, lo hace con el criterio de lo *percibido*; a ella le interesa conocer cuánto se ha percibido o se percibirá y cuánto se pagó o se deberá pagar *en dinero* (o sea que le interesan los *flujos de fondos*); a consecuencia del criterio con que trabaja, la contabilidad considera como gasto, o costo, conceptos que no son egresos de fondos, como las amortizaciones de bienes de uso o las provisiones; consecuente con sus criterios, por lo general la contabilidad imputa las ganancias al periodo en el cual se han realizado las ventas, aunque ellas se hayan concretado con financiamiento, mientras que, por el contrario, la gestión financiera las imputa al periodo en que las ventas son cobradas;

b) para la administración financiera es fundamental *el valor del tiempo*, o sea el valor actual de los flujos de fondos futuros; la contabilidad no siempre considera este aspecto;

c) a los efectos de evaluar el rendimiento económico de la empresa, o de apreciar el probable rendimiento de un proyecto de inversión, las finanzas tienen en cuenta el costo del capital total invertido, sin interesar si es de los dueños de la empresa o es prestado; en cambio, la contabilidad no computa el costo del capital de los dueños de la empresa;

d) la evaluación del riesgo es un elemento fundamental en todo análisis financiero; la contabilidad, en cambio, no lo tiene prácticamente en cuenta;

e) la contabilidad trabaja con información histórica sobre lo ya acontecido, y por lo tanto todos los análisis que de ella surgen son *ex-post*; en cambio, la pro-

yección del futuro, y por ende la planificación, es una de las tareas básicas de las finanzas de empresa, realizando para ello análisis *ex-ante*.

#### 1.4. ENFOQUE EMPIRICO Y TEORICO DE LA FUNCION FINANCIERA

##### a) ENFOQUE EMPIRICO

Se ha intentado definir el contenido y la naturaleza de la función financiera viendo qué hacen en la práctica los encargados de finanzas de las organizaciones. Este enfoque presenta algunos inconvenientes, debido a que:

a) las funciones y actividades asignadas al sector que aparentemente tendría a su cargo la función financiera, no son homogéneas; en algunas organizaciones comprende una variedad de tareas ajenas a la administración financiera, mientras en otras se le sustraen funciones propias de ellas, y son manejadas sin su intervención por otros ejecutivos.

b) la denominación del sector tampoco es homogénea; y suele variar, o no, de acuerdo con las funciones que desempeña; a veces se lo denomina gerencia financiera; otras, gerencia de finanzas y control, tesorería, etcétera.

Una situación bastante generalizada es la de restringir el ámbito de actuación del supuesto encargado de finanzas a las funciones y actividades propias de un *custodio*, o tesorero, que si bien lleva a cabo tareas relacionadas con el movimiento de dinero, sólo son las de carácter rutinario y accesorio, esto es pagos, custodia de valores, transferencias de fondos, etc.; la mayoría de las decisiones no rutinarias se maneja a otros niveles, pese a que conforman la tarea principal de un verdadero administrador financiero. En consecuencia, este enfoque no permite llegar a la precisión que procuramos.

##### b) ENFOQUE TEORICO

Esté análisis procura determinar la naturaleza de la función, y si se lo encara sobre la base de cuanto dicen los autores que tratan el tema, el método presenta sus inconvenientes, pues entre ellos existen posiciones bastante disímiles:

a) en el enfoque tradicional el administrador financiero debe ocuparse principalmente de obtener los fondos que la empresa requiere para su funcionamiento, no participando en las decisiones de inversión que los hacen necesarios; por cierto que el correcto desempeño de esta función implica un perfecto conocimiento de los mercados de dinero y de capitales, de sus instrumentos y sus prácticas; esta concepción es la más generalizada en la empresa argentina; es un enfoque restrictivo de la función y se corresponde con la segunda etapa histórica expuesta en el punto siguiente;

b) según otro enfoque, dado que la gestión financiera se ocupa del dinero, y casi la totalidad de la actividad de la empresa está directa o indirectamente relacionada con él, es el área financiera la que tiene el máximo nivel en la organización; este criterio, extremadamente amplio, descuida la importancia de las otras dos funciones básicas de la firma: producción y comercialización;

c) el enfoque moderno de cuanto debe hacer el máximo responsable financiero de una empresa coincide con la tercera etapa de la evolución histórica

descrita más adelante; si bien las tareas que debe llevar a cabo son de fundamental importancia para la empresa, de ninguna manera puede afirmarse que sea el funcionario de más alto nivel; su accionar tampoco puede limitarse únicamente a buscar financiación externa, y menos aun a las tareas de tesorero.

En el desempeño de sus funciones un verdadero gerente financiero, en la concepción más moderna, debería responder a tres preguntas básicas:

- ¿en qué invertir?
- ¿cómo financiar la inversión?
- ¿cómo distribuir las utilidades?

## 1,5 EVOLUCION DE LA FUNCION FINANCIERA

El análisis precedente nos ha permitido avanzar en el conocimiento de la naturaleza de la función financiera. Para completar su comprensión, y llegar a un concepto de ella, conviene hacer un rápido repaso de su evolución histórica como disciplina, en la que pueden reconocerse, a grandes rasgos, las siguientes etapas.

### a) PRIMERA ETAPA

Surge como disciplina de estudio independiente a comienzos del siglo veinte, considerándose hasta ese momento como parte integrante de la economía.

Su objeto era explicar, describir y documentar el rápido desarrollo de las instituciones, las prácticas y los instrumentos mediante los cuales las empresas obtenían fondos, especialmente de largo plazo (mercados de capitales), poniendo el énfasis en la problemática de la gran empresa, y particularmente en algunos problemas poco frecuentes de éstas, como la creación de empresas, su redimensionamiento, fusiones y absorciones.

Se descuidaba tratar el financiamiento a corto plazo, y no se consideraba la problemática de la administración del capital de trabajo; ello se consolidó recién en la década del veinte, a partir de la obra de DEWING (3), quien reflejando las necesidades de la innovación tecnológica y las nuevas industrias de la época, introduce el problema de la liquidez.

### b) SEGUNDA ETAPA

Después de la segunda guerra mundial y hasta mediados de la década del cincuenta se desarrolla un cuerpo de análisis sobre flujos de fondos, y sobre la administración de activos y pasivos corrientes (capital de trabajo). Sin embargo, durante esta etapa la administración financiera siguió dominada por el enfoque tradicional, fundamentalmente dirigido hacia afuera de la empresa, dando poca importancia a la toma de decisiones empresarias.

### c) TERCERA ETAPA

Hacia 1955 cambia el enfoque tradicional al pasar de la visión hacia afuera de la firma a otra hacia adentro de ella. Según este nuevo punto de vista ad-

quiere importancia no sólo la obtención de recursos financieros, sino principalmente su adecuado empleo. Según SOLOMON (4):

*...se ve a la administración financiera como una parte del fenómeno administrativo total, en lugar de hacerlo como a una especialidad staff, dedicada a la obtención de fondos. En este enfoque más amplio, el problema central de la política financiera es el del uso adecuado de los fondos, y el proceso esencial que implica es el de evaluar las ventajas de empleos potenciales frente a los costos de fuentes alternativas, de modo de lograr los objetivos que, en materia financiera, se fije la empresa. Dada esa información, la función de la administración financiera es evaluar y controlar decisiones para asignar fondos a usos presentes o nuevos.*

Para comprender correctamente este concepto es necesario tener en cuenta que en el mercado, o medio externo a la empresa, se dan (aunque quizá no es en forma óptima) las leyes de la oferta y la demanda en la fijación del precio de los fondos que obtiene la empresa; en el interior de la empresa esas leyes no operan para la aplicación de dichos fondos. Es necesario, en consecuencia, que alguien sea responsable de evaluar las aplicaciones que desean hacerse y de medir sus consecuencias.

#### d) CONCEPTO MODERNO

Podemos dar ahora un concepto de la función financiera, diciendo que tiene por misión evaluar decisiones propias y decisiones tomadas en otras áreas de la organización para asignar y reasignar fondos a usos presentes o futuros, midiendo su incidencia sobre la rentabilidad de la empresa y en sus flujos de fondos. Para ello debe tener en cuenta el riesgo que dichas aplicaciones de fondos implican, el rendimiento que de ellas se obtendrá y el costo de los fondos.

Este criterio es el que perdura hasta nuestros días, y es dentro de este marco donde se ha producido un gran avance teórico susceptible de influenciar en gran medida la toma de decisiones en las empresas.

## II. OBJETIVOS DE LA FUNCION FINANCIERA

El estudio de la naturaleza y de la evolución de la función financiera nos ha permitido precisar sus aspectos operativos y concretar un concepto; debiéramos ahora definir los objetivos de que debe ocuparse; pero para lograrlo es conveniente que previamente desarrollemos más algunos conceptos ya enunciados y precisemos más las áreas de interés de la función.

### 2.1. DECISIONES BASICAS DE LA FUNCION FINANCIERA

En el § 1,4,b) dijimos que, en el desempeño de sus funciones, el gerente financiero debe responder a tres interrogantes: en qué invertir, cómo financiar la inversión y cómo distribuir las utilidades. La función financiera, en consecuencia, puede dividirse en tres importantes campos de decisión, presentes en toda empresa, que satisfacen esos interrogantes:

- a) decisiones de inversión;
- b) decisiones de financiamiento;
- c) decisiones de distribución de utilidades.

Cada uno de esos campos debe estudiarse teniendo presente el objetivo básico de la firma que, según veremos, no es otro sino el de *eleva al máximo el valor de la empresa para sus propietarios*. Esquemáticamente expuesto, se entien-

de que éste es el valor actual de los futuros flujos de fondos que producirá la empresa durante toda su vida, descontados a una tasa que resulte satisfactoria a los dueños de ésta. Este objetivo sólo puede lograrse mediante una combinación óptima de esos tres tipos de decisiones; como están interrelacionadas, debemos estudiar su influencia conjunta.

Para adoptar estos tres tipos de decisiones, el responsable financiero debe poseer un *marco conceptual* y conocer las *herramientas* que han de permitirle efectuar el necesario análisis previo.

También es de fundamental importancia, para cumplir ese cometido, conocer e interpretar los hechos macroeconómicos del medio donde se desenvuelve la empresa. Hay que saber el significado de los principales indicadores económicos, ya que la firma actúa en un entorno que la mayoría de las veces no puede modificar y del cual recibe influencias fundamentales. Por ejemplo, una política monetaria restrictiva hará subir las tasas de interés, lo que llevará a tomar una serie de medidas en la empresa.

Conviene recalcar también que en administración financiera lo importante es *planificar el futuro*. Todo análisis de lo pasado tiene como objeto controlar si las decisiones tomadas han sido acertadas o no, en forma tal de mejorar la gestión para el futuro. Tanto en la planificación como en el control, es imprescindible contar con la *información adecuada*. A continuación examinaremos rápidamente esas decisiones.

#### a) DECISIONES DE INVERSION

VAN HORNE <sup>(5)</sup> señala que:

*...este tipo de decisiones es probablemente el más importante de los tres. El presupuesto de inversiones, que es su resultante final, representa la decisión de utilizar ciertos recursos para la realización de ciertos proyectos, cuyos beneficios se concretarán en el futuro. Como los beneficios futuros no pueden conocerse con certeza, todo proyecto de inversión involucra, necesariamente, un riesgo, y en consecuencia debe evaluarse en relación con el rendimiento y el riesgo adicional que, presumiblemente, se acumularán a los ya existentes. Las decisiones de inversión, pues, determinan el monto total de los activos de la firma, su composición y la calidad e intensidad del riesgo empresarial.*

Se infiere de lo anterior que, desde el punto de vista financiero, se considera inversión a toda aplicación de fondos realizada en cualquier rubro del activo. Es por ello que, desde ahora en adelante, nos referiremos al activo de una empresa como a su *estructura de inversiones* o *cartera de inversiones*.

Toda empresa, además de ocuparse de nuevos proyectos, que implican nuevas inversiones, debe también administrar eficientemente los negocios que ya explota. Y por ello una de las tareas primordiales del ejecutivo financiero es la de manejar el capital de trabajo.

Esta tarea también debe considerarse dentro de las decisiones de inversión, pues presupone, principalmente, una asignación de fondos.

El cálculo de nivel adecuado de liquidez, y su mantenimiento, es parte de la eficiente administración del capital de trabajo.

Con respecto a los bienes de uso, la responsabilidad del ejecutivo financiero es, básicamente, la fijación del monto y destino de los recursos empleados en és-

tos, pues interviene en la preparación del presupuesto de inversiones y en la evaluación de cada proyecto. La responsabilidad *operativa* por todo ello escapa a su función.

#### b) DECISIONES DE FINANCIAMIENTO

Estas decisiones tienen por objeto determinar la mejor mezcla de fuentes de financiación, teniendo en cuenta la estructura de inversiones de la empresa, la situación del mercado financiero y las políticas de la empresa. Si es posible modificar el valor actual de una firma variando su mezcla de financiamiento, entonces debe existir alguna estructura óptima que maximice dicho valor.

Debe tenerse presente la estructura de inversiones, porque ésta determina el riesgo empresarial, que a su vez tiene fundamental importancia en la disponibilidad y en el costo real de las distintas fuentes de fondos.

Por otra parte, las decisiones de financiamiento determinan el denominado *riesgo financiero* de la empresa.

La decisión de adoptar una dada estructura financiera implica un conocimiento profundo de las distintas formas de financiación, tanto a corto como a largo plazo, y un seguimiento permanente de los mercados de dinero y capitales.

#### c) DECISIONES DE DISTRIBUCION DE UTILIDADES

Para tomar decisiones acertadas en este campo deben tenerse en cuenta numerosos factores, tales como: características societarias, influencia del sistema impositivo, etapa de su vida en que se halla la empresa, necesidad de realizar una política de retribución a los aportantes de capital, etcétera.

Si el valor actual de una firma no es indiferente a la alternativa entre distribuir ganancias o capitalizarlas, es evidente que debe existir un coeficiente óptimo de distribución que maximice dicho valor. El valor (para el beneficiario) de un peso distribuido en efectivo debe equilibrarse con el lucro cesante para la empresa por no haberlo retenido, empleándolo como medio de financiación propia. Es visible, pues, que la distribución de ganancias de hoy afecta a las decisiones de financiación de mañana.

## 2.2. AREAS DE INTERES

Dentro de cada uno de los tipos de decisiones analizados, podemos destacar las áreas de interés particular de la función financiera a saber:

### I. DENTRO DE LAS DECISIONES DE INVERSION:

*Determinación de la magnitud total del activo:* la empresa debe operar con el capital que realmente necesita; no debe operar con exceso ni defecto, a riesgo de afectar el logro de sus objetivos; además, mientras mayor es la inversión total, la firma enfrenta crecientes ventajas e inconvenientes. Entre los últimos podemos señalar su menor flexibilidad para cambiar de sector de actividad, y su mayor vulnerabilidad ante retracciones de la demanda de sus productos.

*Determinación de la estructura de inversiones:* no basta con saber cuánto conviene utilizar; es importante también decidir en qué rubros deben ser aplicados esos fondos: créditos, bienes de cambio, bienes de uso, etc.; cada empresa tiene características propias, de acuerdo con su ramo de actividad, los tipos de

proyectos que ha adoptado y las políticas empresarias con que es conducida (riesgos asumibles, características operativas, etc.).

*Determinación de la tasa de crecimiento:* decidir la tasa de crecimiento de la firma implica distribuir recursos entre la actual actividad u otras menores, con la consiguiente necesidad de evaluar nuevos proyectos, lo que también requiere la determinación y búsqueda de los fondos requeridos y la asignación de éstos a los distintos usos posibles; debemos advertir que la aceptación de las altas tasas de crecimiento implica que la compañía debe asumir riesgos crecientes.

## II. DENTRO DE LAS DECISIONES DE FINANCIACION

*Determinación de la estructura de financiamiento:* la estructura de financiamiento de la firma depende de las características de sus inversiones, ya que éstas llevan a distintas necesidades de fondo a corto, mediano o largo plazo; depende también de la existencia de un sistema financiero adecuado, de la disponibilidad de fondos en el mercado de dinero y de capitales, y del costo de las distintas fuentes, entre otras variables.

*Determinación de costo de capital:* es ésta un área de interés compartida entre las decisiones de inversión y las de financiamiento; su medición es uno de los puntos principales de la gestión financiera, ya que es de fundamental importancia para decidir la aceptación o rechazo de los nuevos proyectos, como así también para la determinación del valor actual de la empresa; la estructura de financiamiento de la firma, por otra parte, afecta directamente a este costo de capital.

*Estudio del sistema financiero:* para poder financiar los proyectos de inversión o la empresa en marcha, es indispensable un adecuado conocimiento del sistema financiero, sus características operativas y sus instrumentos, tanto a corto como a mediano y largo plazo.

*Evaluación de las políticas de distribución de utilidades:* la elección de una política determinada de distribución corresponde al nivel directivo de la empresa; el ejecutivo financiero tiene y debe evaluar las distintas alternativas desde el punto de vista del objetivo básico, y prestar el asesoramiento correspondiente a los niveles superiores.

*Proyección y control del flujo de fondos:* podemos considerar también como área de interés de la función financiera a una herramienta fundamental para llevar a cabo los tres tipos de decisiones básicas: el flujo de fondos; su proyección en el tiempo y su permanente control son condiciones esenciales para la toma de decisiones de inversión, de financiamiento y de distribución de utilidades.

En la ilustración 2 hemos resumido los puntos principales de la problemática de la función financiera.

### 2.3. OBJETIVOS DE LA FUNCION FINANCIERA

Un objetivo comúnmente aceptado en la teoría económica, y aun en administración de empresas, es la maximización de utilidades. Este objetivo, sin embargo, ha sido blanco, de fundadas críticas, en los últimos años, los cuales podemos resumir as :

a) es un concepto impreciso: no aclara qué tipo de utilidades deben ser maximizadas, si las de corto, mediano o largo plazo; tampoco explicita si lo que debe maximizarse es la tasa de rentabilidad, o el monto absoluto de los beneficios,

AREAS DE INTERES	INTERROGANTES BASICOS	CLASE DE DECISIONES	OBJETIVOS DEL AREA FINANCIERA	
			OPERATIVOS	BASICOS
<p>Determinación de la magnitud total del activo</p> <p>Determinación de la estructura de inversiones</p> <p>Determinación de la tasa de crecimiento</p> <p>Determinación del costo de capital</p>	EN QUE INVERTIR	DECISIONES DE INVERSION (Riesgo empresarial)	RENTABILIDAD Y LIQUIDEZ	MAXIMIZAR SU VALOR ACTUAL
<p>Determinación de la estructura de financiamiento</p> <p>Determinación del costo de capital</p> <p>Estudio del sistema financiero</p> <p>Evaluación de las políticas de distribución de utilidades</p> <p>Proyección y control del flujo de fondos</p>	COMO FINANCIAR LA INVERSION	DECISIONES DE FINANCIAMIENTO (Riesgo financiero)		
Evaluación de la política de distribución de utilidades	COMO DISTRIBUIR LAS UTILIDADES	DECISIONES DE DISTRIBUCION DE UTILIDADES		

## 2. La función financiera

ni para quién deben ser maximizadas las utilidades, si para la empresa en su conjunto o solamente para los dueños; como las respuestas a estos interrogantes son distintas según los tipos de empresas y de personas, se necesita de un objetivo más preciso que evite estas ambigüedades;

b) no tiene en cuenta al valor financiero del tiempo; el criterio de maximizar las utilidades no nos ayudã a decidir entre dos cursos de acción alternativos, que brinden beneficios en distintos momentos del tiempo; evidentemente, no es equivalente un proyecto que prometa generar una utilidad de \$ 1.000 anuales durante cinco años, a otro que se espera produzca esos \$ 5.000, pero recién en el quinto año;

c) no tiene en cuenta *la calidad* de los beneficios; esto es, el grado de incertidumbre o riesgo asociado a las utilidades esperadas; por ejemplo, una dada probabilidad media de obtener una ganancia de \$ 10.000 en una empresa dedicada a la explotación petrolera quizá admita mayor dispersión que igual probabilidad media de obtener una suma igual en una empresa de servicios telefónicos, suponiendo una inversión similar en ambos casos; normalmente el riesgo de la actividad petrolera es muy superior al de la prestación del servicio de teléfonos; el criterio simple de maximización de utilidades consideraría a ambas empresas en un pie de igualdad sin tener en cuenta que la calidad de los beneficios de una puede ser muy superior a los de la otra; podemos considerar que ésta es la principal crítica al objetivo de maximización de beneficios.

#### a) OBJETIVO BASICO: MAXIMIZACION DEL VALOR DE LA EMPRESA

Una buena alternativa, que soluciona los problemas recién mencionados, es la adopción del criterio de la maximización del valor actual de la empresa (o riqueza) como objetivo rector de la toma de decisiones.

El área financiera, como parte integrante de la organización, hace suyo este objetivo en la forma de decisiones propias de su función.

Pero ¿qué es el valor de una empresa?

En términos generales el valor actual de una empresa es igual a la suma de los valores actuales de sus probables flujos de fondos futuros, descontados a una tasa que refleje el valor financiero del tiempo. La incertidumbre en cuanto a la real magnitud de cada uno de los flujos de fondos futuros es tenida en cuenta al fijar la tasa de descuento; o de otro modo, como puede ser aplicando un factor de corrección al valor actual, acorde con dicho riesgo.

No debe confundirse el valor actual (o valor) de una empresa, con el valor actual de un negocio en perspectiva. En el primer caso la inversión está hecha, y forma parte del valor actual de la empresa. En el segundo caso, en cambio, debe invertirse alguna suma para recuperarla luego mediante los ingresos operativos; así, pues, los flujos de fondos de ese negocio en perspectiva incluyen, como *egreso*, o sea como flujo de fondos *negativo*, el monto de la inversión; por lo tanto, el valor actual neto de un proyecto es la diferencia entre el valor actual de la inversión requerida y el valor actual de los ingresos que ella permitirá obtener hasta la liquidación total del negocio; equivale *al aumento* en el valor de la empresa que permitirá lograr el proyecto, si resultara como se lo prevé.

Veamos esto con un poco más de detalle. Supongamos una firma en la que se

produce un flujo de fondos que durará en forma permanente. Sea  $FFN_t$  el probable flujo neto de fondos del periodo  $t$  (6) de esa compañía, el cual surge de la diferencia entre los ingresos *percibidos* y los costos, variables y fijos, *efectivamente erogados* por la empresa en ese periodo. Dentro de los egresos no se incluyen las depreciaciones pero sí los importes que se estime habrá que pagar por intereses e impuestos a las ganancias, a los capitales, etc., y también el monto de la reinversión requerida en cada periodo para mantener  $FFN$  al nivel proyectado (lo cual puede ser mayor o menor que las deducciones contables por depreciación).

Suponiendo una tasa  $k$  que mida no sólo el valor financiero del tiempo (7) por periodo, sino también el riesgo implícito en la obtención de los flujos de fondos previstos, decimos que el valor actual de la firma es:

$$VA = \frac{FFN_1}{(1+k)} + \frac{FFN_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FFN_n}{(1+k)^n} \quad [1]$$

donde  $n$  es el número de periodos de duración de los flujos de fondos.

Cuando todos los flujos de fondos son iguales, los representamos como  $FFN$  y entonces la [1] es:

$$VA = \overline{FFN} \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+k)^t} = \overline{FFN} \frac{(1+k)^n - 1}{k(1+k)^n} = \overline{FFN} a_{n/k} \quad [2]$$

Si  $n$  tiende a infinito, entonces la [2] tiende a valer:

$$VA = \frac{\overline{FFN}}{k}$$

pero:

$$FFN = FFB - (R + IG + I)$$

donde:

FFB: flujo de fondos bruto

R = importe de las reinversiones necesarias para mantener en actividad la fuente generadora del flujo de fondos bruto;

IG = impuesto a las ganancias y a los capitales;

I = intereses que se pagan sobre el capital de terceros

A su vez:

$$FFB = FI - FE$$

donde:

FI = flujo de ingresos operativos

FE = flujo de egresos operativos

Lógicamente, estos dos términos son determinados antes de considerar la incidencia de  $R$ ,  $IG$  e  $I$ .

Como dijimos antes, la maximización del valor actual de la empresa es un

objetivo más concreto que la maximización de las utilidades, resolviendo los problemas de riesgo y de cronología de los flujos de fondos.

¿Cómo se logra satisfacer ese objetivo? Mediante la evaluación de los negocios u operaciones en particular que se le presenten a la empresa (proyectos de inversión) y hallando su *tasa de rendimiento* ( $r$ ). Cuando ésta sea mayor que la tasa  $k$ , que se considere apropiada para la calidad de resultados de cada proyecto, ese proyecto aumentará el valor de la empresa. Cuando existan varios proyectos, y las disponibilidades financieras no permitan emprenderlos todos, deben preferirse los que presentan la mayor diferencia  $r - k$ ; es decir, la mayor diferencia entre su tasa de rendimiento y su particular tasa de corte ( $k$ ).

Como complemento de la óptima elección de negocios nuevos, deben evaluarse los que se tengan en cartera e ir desechando los que presenten una tasa de rendimiento probable menor que su  $k$  apropiada ( $r - k < 0$ ); y, si fuera posible, ir también remplazando los de tasa mayor que  $k$ , si hubiera otros viables y con mejores perspectivas (mayor  $r - k$ ).

#### b) OBJETIVOS OPERATIVOS

El ejecutivo financiero tiene como objetivos operativos de corto plazo tanto a la rentabilidad como a la liquidez. Ambos son corolarios del criterio más general de maximizar el valor de la firma.

##### b,1) RENTABILIDAD

En la práctica la maximización del valor de la empresa es un objetivo de planeamiento. El responsable financiero, ante distintos cursos de acción posibles, debe siempre elegir el que conduzca a un mayor valor de la compañía. Una vez seleccionados los proyectos, sin embargo, se presenta el problema de cómo medir en períodos cortos de tiempo la forma en que se está cumpliendo con dicho objetivo. Esto exige una proyección permanente, en el tiempo, de los ingresos y las inversiones de la empresa.

Debido a ello, para evaluar periódicamente la gestión financiera de la firma el ejecutivo se vale de un índice periódico de control, que denominamos rentabilidad, al cual trata de maximizar.

Nótese que el problema de medir en *cada periodo*, la rentabilidad presenta una problemática diferente a la de medir el rendimiento medio de una inversión durante *toda su vida útil*. En este último caso puede trabajarse exclusivamente con criterio financiero, y considerar sólo los egresos e ingresos netos de dinero hasta la liquidación final del negocio u operación de que se trate (momento en que ya no queda nada a cobrar ni a pagar, ni activo alguno); en cambio, cuando debe medirse la utilidad o la rentabilidad de un año dado (u otro periodo breve), no pueden olvidarse los insumos utilizados para obtener los ingresos y que no están aún pagados; o los derechos a percibir ganados con esos insumos. Se cae entonces en la técnica contable y se habla de resultados devengados, en lugar de flujos de fondos. La significación de la utilidad o la rentabilidad contable depende de los criterios de valuación de los activos y pasivos al comienzo y al fin del periodo, y de la forma de tratar la influencia de la variación del poder adquisitivo de la moneda. Pero éstos son temas ajenos al que nos ocupa. Nosotros supondremos que conocemos la utilidad ( $U_t$ ) obtenida en el periodo  $t$ ; y un cierto activo ( $A_t$ ) o un cierto patrimonio neto o capital de la empresa ( $PN_t$ ) empleados

en ese periodo para obtenerla, siendo la diferencia entre ambos el pasivo empleado ( $P_t$ ). El activo o capital propio puede ser el existente al comienzo del periodo, o el promedio del periodo, según el criterio con que se prefiera formular el índice.

Entendemos por maximizar la rentabilidad la obtención del máximo producto con un número dado de insumos, o la obtención de un producto dado con el mínimo número de insumos <sup>(8)</sup>.

Como herramientas de medición de este objetivo de control se emplean los índices de *rentabilidad económica* o *rentabilidad del activo* ( $Ra_t$ ) y el de *rentabilidad del patrimonio neto* ( $Rp_t$ ).

El primero es el cociente entre las utilidades netas *devengadas* (después de impuestos), más los intereses sobre el pasivo ( $I_t$ ) y más el impuesto a las ganancias ( $G_t$ ) *devengados* durante el periodo y el total del activo requerido para generarlas <sup>(9)</sup>. En símbolos:

$$Ra_t = \frac{U_t + I_t + IG_t}{A_t} \quad [3]$$

Este coeficiente mide la eficiencia productiva del total de los activos o inversiones de la compañía. A su vez,  $Rp_t$  mide la eficiencia con que se ha manejado la empresa para sus dueños y se define como el cociente entre las utilidades y el patrimonio neto ( $PN_t$ ). En símbolos:

$$Rp_t = \frac{U_t}{PN_t} \quad [4]$$

Debemos tener presente que, a menos que se trate de operaciones especulativas, suele existir una íntima relación entre el riesgo total (empresario y financiero) que asume una empresa, y la rentabilidad deseada.

Por lo general (aunque no es forzoso que sea así), los negocios que ofrecen mayor rendimiento son también los que presentan mayor riesgo; desde luego, es irracional la elección de proyectos, o el mantenimiento de negocios de bajo rendimiento probable y alto riesgo. La maximización del valor de la empresa requiere elegir los proyectos o negocios que ofrecen mayor tasa de rendimiento y menor riesgo (menor tasa  $k$  apropiada de descuento); o bien, como ya dijimos, la mayor diferencia  $R - k$ .

Un aspecto que conviene tener presente es que igual resultado puede obtenerse con mayor rapidez de rotación del activo y menor margen, y a la inversa. En efecto, la utilidad neta de un periodo,  $U_t$  resulta de:

a) la utilidad bruta sobre ventas; o sea, la diferencia entre el monto de las ventas y el costo de las mercaderías vendidas, a la que simbolizaremos como  $Ub_t$ ;

b) los impuestos (menos el impuesto a las ganancias) y gastos operativos devengados en el periodo, a los que simbolizamos como  $E_t$ ;

c) los gastos financieros, o costo del pasivo hacia terceros, devengados en el periodo ( $I_t$ );

d) el impuesto a las ganancias devengado ( $IG_t$ ).

Puesto en símbolos:

$$Ub_t = U_t + I_t + IG_t + E_t \quad [5]$$

La utilidad bruta sobre las ventas puede relacionarse con el activo total (o con el patrimonio neto) para obtener una tasa bruta de rendimiento ( $Rb_t$ ):

$$Rb_t = \frac{Ub_t}{A_t} \quad [6]$$

Si se relaciona el monto de las ventas ( $V_t$ ) con el activo total, se obtiene el índice de rotación del activo durante el periodo ( $g_t$ ), o sea la cantidad de veces que giró el activo en el periodo:

$$g_t = \frac{V_t}{A_t} \quad [7]$$

Por su lado, si se relaciona la utilidad bruta ( $Ub_t$ ) con el monto de ventas ( $V_t$ ) se obtiene el margen medio de utilidad bruta ( $m_t$ ):

$$m_t = \frac{Ub_t}{V_t} \quad [8]$$

De estas dos expresiones se deduce:

$$A_t = V_t \div g_t \quad [9]$$

$$Ub_t = m_t V_t \quad [10]$$

Si reemplazamos estas expresiones en la [6] obtenemos:

$$Rb_t = \frac{V_t \cdot m_t}{V_t \div g_t} = m_t g_t \quad [11]$$

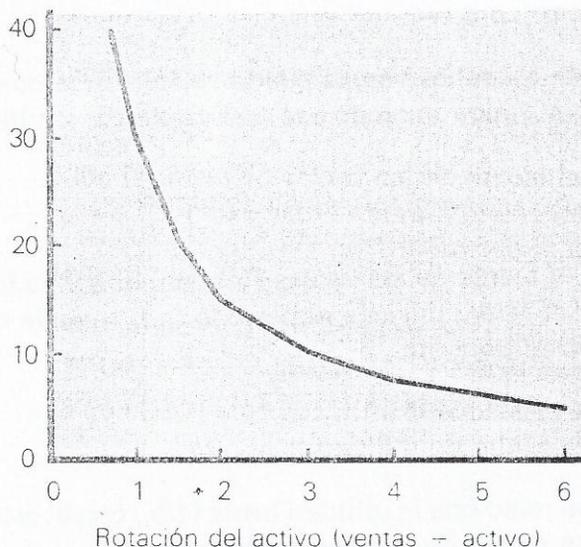
Lo cual nos dice que la tasa de rentabilidad bruta es el producto de multiplicar el margen relativo sobre ventas por la rotación del activo; o sea que es posible obtener igual rentabilidad con distintas combinaciones de ambos componentes. Por ejemplo:

I. Margen relativo de utilidad bruta sobre ventas	II. Rotación del activo (ventas ÷ activo)	III. Rentabilidad bruta sobre el activo (I × II)
(tanto por uno)	(veces por año)	(tanto por uno)
0,40	0,75	0,30
0,30	1,00	0,30
0,20	1,50	0,30
0,15	2,00	0,30
0,10	3,00	0,30
0,08	3,75	0,30
0,06	5,00	0,30

Puede verse representada esta relación entre ambas variables en la ilustración 3.

Qué variable se ha de enfatizar, si el margen sobre las ventas o la rotación depende, entre otros factores, del sector económico en el cual esté operando la empresa, de la amplitud del mercado demandante, de la coyuntura económica

Margen relativo de  
utilidad sobre ventas  
(%)



3. Combinaciones de margen de utilidad bruta sobre ventas y rotación del activo, que producen  $Rb_t = 0,30$

que se atravesase y de las propias políticas empresarias. Si se suponen constantes las otras variables, poner el énfasis en una política de alto margen sobre las ventas significa estar en cierta posición oligopólica (o al menos de producto diferenciado por razones de prestigio, como en el caso reciente, en la Argentina, de una marca de cigarrillos cuya publicidad recalca que su producto era *tan caro como siempre*), y dirigirnos así a una franja más estrecha del mercado.

La rotación del activo se puede aumentar: vendiendo más con el mismo activo, o haciendo que las ventas aumenten proporcionalmente más que el activo; reduciendo el inventario, reduciendo los plazos de cobro, disminuyendo la inversión en bienes de uso, o combinando factores. A veces es preciso emprender un proyecto de inversión: por ejemplo, gastar en bienes de uso (mejorar la presentación del local) para atraer más clientes y aumentar las ventas.

El margen de utilidad bruta puede aumentarse reduciendo los costos de la mercadería, o subiendo los precios, pero ello puede reducir las ventas. A veces se lo reduce, para aumentar las ventas y por ende la rotación.

Por supuesto, la utilidad neta depende también de los gastos y del costo del pasivo.

b,2) LIQUIDEZ

Se entiende como *liquidez* de una firma su capacidad para hacer frente a sus compromisos en tiempo y forma oportunos.

El logro de este objetivo, que algunos autores consideran como una restricción a la maximización del valor de la empresa <sup>(10)</sup>, se encuadra dentro del manejo del capital de trabajo de la compañía.

Si bien en la práctica tienen un gran uso ciertos índices de liquidez (corriente, ácida, seca) estos coeficientes sólo muestran una relación entre dos rubros o

grupos de rubros de una empresa, *en un momento determinado*. Sólo *indirectamente* guardan relación con la mayor o menor capacidad para hacer frente a los compromisos.

Tampoco debemos confundir el objetivo de liquidez con la tenencia de un determinado nivel de efectivo, aunque éste contribuye y es necesario para su logro.

El nivel de efectivo debe minimizar la suma del lucro cesante (o costo de oportunidad) por tener dinero ocioso, con el eventual costo provocado por no tener efectivo. Estos dos costos son fáciles de conceptualizar, pero difíciles de medir en la práctica. No obstante, su conceptualización permite comprender mejor el logro del objetivo que estamos analizando.

Consideramos que la única herramienta válida y adecuada para apreciar el logro del objetivo *liquidez* es el *flujo de fondos*.

### 5.3) INCOMPATIBILIDAD ENTRE MAXIMIZAR RENTABILIDAD Y LIQUIDEZ

El logro de la maximización simultánea de estos objetivos presenta cierta incompatibilidad.

En efecto, en una empresa en funcionamiento, mientras menos dinero ocioso se tenga mejor será su rendimiento, hasta un punto en que comenzará a peligrar el logro del objetivo liquidez. A la inversa, mientras más dinero ocioso se tenga más seguro será el objetivo liquidez, pero menor será el rendimiento de la empresa.

Si los analizamos en términos de *flujo neto de fondos*, a mayor volumen de capital de terceros con que se trabaje, mayor será la posibilidad de aumentar la rentabilidad para los dueños de la empresa, pero menor será el flujo neto de fondos que quede en la empresa, y mayor el riesgo asumido. Estas variables también operan en sentido contrario.

## III. INFLACION Y FINANZAS DE EMPRESA

La inflación es una variable más dentro de los parámetros económicos que el gerente financiero debe tener en cuenta; en última instancia, puede asimilársela a una incertidumbre adicional acerca de los precios.

En este aspecto es importante poner especial énfasis en la evolución de tres variables fundamentales:

a) la variación del curso de los precios de venta de la empresa, los cuales determinan el monto de los recursos generados;

b) la variación de los costos, en términos monetarios, ya que ellos deciden el nivel de las erogaciones; en este campo debe prestarse atención a la variación del costo de los capitales con que la empresa se está financiando;

c) la variación de la tasa de inflación y su comparación respecto a la variación de precios y de costos; estas comparaciones permiten conocer en qué medida la empresa puede trasladar a sus precios de venta los aumentos de costos y si sus ingresos acompañan o no el ritmo de la inflación.

La íntima interrelación existente entre estas tres variables, que se influyen recíprocamente, puede ser expresada tal como surge de la ilustración 4.

Más que la existencia de la inflación misma, desde el punto de vista financiero, preocupan las bruscas oscilaciones de la tasa de inflación. Si ésta fuese aproximadamente constante en el tiempo, su incorporación dentro de la planificación de la empresa sería un problema de relativa sencillez. Pero al no ser así, se introduce una dificultad adicional a la tarea de planificación financiera y de conducción empresarial.

### 3.1. PROBLEMAS QUE PLANTEA LA INFLACION A LAS EMPRESAS

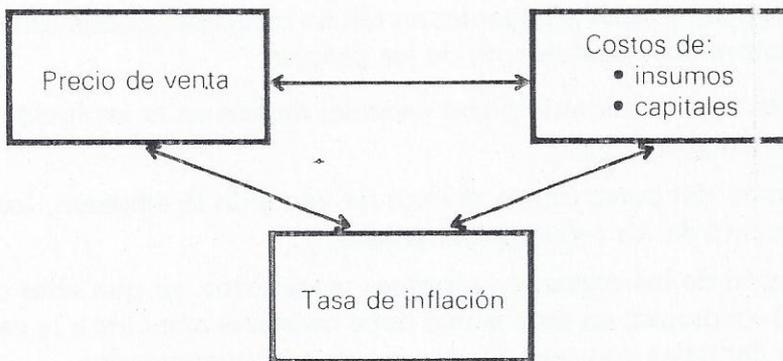
La inflación ocasiona una serie de problemas en el funcionamiento de las empresas. Entre dichos problemas podemos mencionar a los siguientes:

**DISTORSIONA LA INFORMACION.** Dado que la mayor parte de la información de una firma se expresa en términos monetarios, el constante aumento de los precios causado por la inflación requiere que los estados financieros o contables sean presentados en términos de moneda de igual poder adquisitivo. En caso contrario, la información no tendría ninguna validez desde el punto de vista financiero, dada la heterogeneidad de las unidades monetarias usadas para su confección.

**REQUIERE MAGNITUDES MONETARIAS CRECIENTES.** Como la inflación disminuye el poder adquisitivo del dinero, toda empresa que se desenvuelve en una economía inflacionaria necesita, para *mantener su nivel físico de actividad*, aumentar constantemente en términos monetarios su capital de trabajo. Ello le plantea problemas de rentabilidad y de liquidez.

**AFECTA LAS DECISIONES DE INVERSION.** La existencia de altas tasas de inflación, aparejadas con tasas de interés negativas, puede llevar a las empresas a emprender inversiones no rentables desde el punto de vista estrictamente económico; y, lógicamente, tampoco desde un punto de vista social.

**AFECTA LAS DECISIONES DE FINANCIAMIENTO.** La inflación puede hacer deseable para la empresa tomar un endeudamiento extra, no necesario para su evolución normal, con el solo objeto de tener una exposición positiva a la inflación. Ade-



4. Inflación y finanzas de empresa: interrelación de variables

más, reduce la posibilidad de financiamiento externo, porque desarticula el mercado de capital (mercado a largo plazo).

PLANTEA UN PROBLEMA DE ESTRUCTURA. En economías con tasas de inflación significativas, las empresas deben cuidar en forma permanente la participación de los rubros monetarios y no monetarios dentro de sus estructuras de inversión y de financiamiento, como así también la relación existente entre ambas.

#### IV. RELACIONES CON LAS OTRAS FUNCIONES DE LA EMPRESA

Ya dijimos que en toda empresa existen tres funciones que son básicas: la función financiera, la de producción y la de comercialización.

No pretendemos que la función financiera sea la más importante de las tres. Tampoco es la menos importante; cubre una actividad fundamental. La importancia relativa de una función con respecto a otra depende de la situación que esté enfrentando la empresa; así, tendremos empresas en las cuales la función comercial puede transitoriamente tener más importancia que la función financiera o que la función producción, y a la inversa, de acuerdo con las circunstancias del contexto y su situación particular.

Sin embargo, podemos señalar que, quizá en contra de lo que normalmente suele pensarse, la función financiera es fundamental en épocas de bonanza en las empresas mientras que la función comercial pasa a ser fundamental en épocas de recesión.

Habitualmente tendemos a pensar que la función financiera se constituye en elemento fundamental de la política de la empresa, cuando estamos ante situaciones de recesión. Sin embargo, en esos momentos el énfasis quizá debiera estar en la comercialización, precisamente para enfrentar dichas circunstancias; en épocas de bonanza (con mercados en expansión) en las cuales la empresa suele contar con abundantes recursos, un adecuado manejo de la situación financiera es muy importante para evitar su mala asignación.

Volviendo al tema de las tres funciones básicas que se dan en toda empresa, tomando aquí el concepto *empresa* en el sentido amplio de *organización*, observamos que cada una de ellas posee sus propios objetivos. Estos objetivos no son necesariamente compatibles; muchas veces incluso se enfrentan, y los objetivos del área comercial o del área de producción pueden estar un poco en discrepancia con los del área de finanzas.

Si solamente éstas fuesen las causas de las relaciones entre las distintas áreas, particularmente del área finanzas con las otras, su solución sería relativamente simple, porque los objetivos sectoriales deben ser compatibilizados desde un nivel superior, en función de los objetivos generales de la empresa.

Sin embargo, no podemos perder de vista que aun cuando exista esa compatibilización, las decisiones tomadas en producción, en comercialización, en personal, etc., afectan casi siempre, por no decir siempre, al área de finanzas, porque todas ellas implican asignaciones o reasignaciones de recursos dentro de la empresa, que deben ser hechas teniendo en cuenta un aspecto fundamental como es el de la maximización del valor actual de ésta.

Es decir, que toda decisión tomada en cualquier área, en cuanto signifique aplicación o liberación de fondos, al afectar el rendimiento futuro de la empresa,

modifica el flujo de fondos; y, en consecuencia, interesa al área de finanzas, que es la responsable o al menos tiene la función de controlar dichos aspectos.

En síntesis, puede afirmarse que existe una íntima relación entre el área financiera y los demás sectores, por lo cual se influyen y afectan en forma permanente y recíproca.

## V. RELACIONES CON EL MEDIO EXTERNO

Con respecto al medio externo de la empresa, las relaciones del área financiera tienen carácter muy amplio, sea con respecto a la elección de las fuentes de financiamiento, sea respecto de los cambios que se van produciendo en dicho medio afectando a la empresa en su totalidad, y al área financiera en particular.

Sobre el primer aspecto (elección de las fuentes de financiamiento) es importante que el área financiera tenga estrecha vinculación y conocimiento de las distintas fuentes posibles de financiación. No debemos pensar en forma estrecha cuando estamos analizando la problemática de financiamiento de la empresa, y referirnos exclusivamente a la posibilidad de financiamiento mediante endeudamiento de tipo bancario.

Las posibilidades de financiamiento por parte de la empresa son mucho más amplias, tales como la colocación de acciones o de cuotas de capital, lo que requiere conocer el mercado de capitales, su evolución, estructura, costos, instrumentos, etcétera.

Deben conocerse también las fuentes de financiamiento en el mercado de dinero. Puede identificarse a este mercado con los bancos, pero no debe olvidarse que existen otros tipos de instituciones del país y del exterior en las cuales las empresas pueden financiarse.

Entonces es importante que el ejecutivo financiero tenga un amplio conocimiento de la problemática del mercado de capitales y del mercado de dinero, de las distintas fuentes de financiamiento, a las que puede recurrir la empresa, cómo operan, cuál ha sido su evolución, cuál es la situación que enfrentan actualmente, cuáles son los instrumentos con que se opera en cada una de ellas, cuáles son las características legales de dichos instrumentos, etc., para poder seleccionar cada una de las fuentes en función del costo del riesgo y del control. Debe tener también estrecha relación con dichas fuentes, a los efectos de facilitar el acceso de la empresa al financiamiento en ellas.

En el caso particular de los bancos, la empresa debe llevar a cabo una política de reciprocidad bancaria, que es principal y cuya ejecución, planeamiento, trato, etc., está a cargo del ejecutivo financiero. También debe realizar una política de distribución de utilidades, otro aspecto fundamental a los fines de poder recurrir a la fuente de financiamiento que significa la colocación de acciones.

Importa considerar también los cambios externos que afectan a la firma. Debemos tener en cuenta que el ritmo del cambio tecnológico va obligando a las empresas a realizar nuevas inversiones, para no atrasarse con respecto a los competidores; las obliga a cambiar su estructura de inversiones y, en consecuencia, a cambiar su estructura de financiamiento.

La presión que se va produciendo en una economía cuya evolución sea

adecuada, reduce los márgenes de utilidad con lo cual pueden disminuir los flujos netos de fondos y la rentabilidad. El ejecutivo financiero tiene que estar muy atento a las situaciones que se van planteando en ese sentido.

Por último, existe la problemática de la incertidumbre que plantea el sector exterior a la empresa (situación y posibles cambios en los aspectos sociales, políticos y económicos) y que la afectan porque no es ajena a la sociedad en la cual está insertada.

Podemos decir, reiterando un pensamiento expresado antes, que el ejecutivo financiero actúa como puente entre el sector externo y la empresa. Del sector externo, debe tener acabado conocimiento de las instituciones a las cuales puede recurrir para obtener financiamiento, un trato adecuado con ellas y, en última instancia, lograr la obtención de los fondos; en el sector interno, debe realizar una evaluación de las inversiones propuestas de modo que sean las más convenientes tanto en cuanto al rendimiento como respecto de la liquidez.

## VI. LA FIJACION DE OBJETIVOS EN LA EMPRESA

Al tratar el problema de los objetivos de las organizaciones, hay autores que niegan la necesidad de establecerlos por considerar que la fijación de objetivos quita libertad de decisión a los ejecutivos, al comprometerlos con determinados valores o niveles. Estiman que, al fijar objetivos, el ejecutivo compromete más que el beneficio así obtenido. Consideramos que este enfoque mira sólo al riesgo que asume el ejecutivo al fijarlos, sin considerarlos en términos de empresa como un todo.

Otros autores, por el contrario, señalan que sin la fijación de objetivos explícitos y mensurables la empresa no sabe hacia dónde se encamina. Compartimos este último enfoque; consideramos que la fijación de objetivos explícitos es conveniente para que la empresa pueda planificar su actividad, asignar funciones, controlar lo realizado y compararlo con lo previsto. La planificación sin control no tiene sentido, ni es posible realizar el control sin planificación.

Los objetivos pueden ser considerados con distintos enfoques. Para la teoría económica, el objetivo de toda empresa es uno, único e indiscutible: la maximización de ganancias o beneficios.

Otro enfoque es el de la teoría administrativa. Esta considera que los objetivos sectoriales de la empresa tienen que coordinarse y subordinarse a los objetivos generales. Pero como aquéllos son en alguna medida antagónicos entre sí, requieren ser compatibilizados, de lo cual resulta una verdadera negociación de objetivos entre los sectores.

El resultado de esa negociación depende no sólo del valor intrínseco de los objetivos en sí, sino también de la capacidad de negociación del responsable de cada área, de su capacidad de convencer a los que deben tomar la decisión y de su posición relativa de influencia dentro de la estructura jerárquica.

Compatibilizados los objetivos sectoriales, tienen que ser coordinados con los objetivos generales de la empresa. Pero la empresa generalmente tiene, en su máximo nivel, varios objetivos (lograr una determinada participación en el mercado, aún a costa de reducir utilidades; lograr o consolidar una imagen en el medio; lograr o mantener un puesto de avanzada en la tecnología, etc.), además de lograr determinado volumen de utilidades.

Estos objetivos (y otros a que puede aspirarse) no son compatibles entre sí, por lo que deben armonizarse. Dicho proceso de compatibilización plantea nuevamente un proceso de negociación, como el ya señalado para los objetivos sectoriales. Pero, además, plantea la dificultad de compatibilizar los objetivos sectoriales con los objetivos generales. Para ello es necesario que previamente se haya establecido una prioridad u orden de preferencia entre los objetivos generales. Esto requiere que dichos objetivos sean explícitamente planteados, evaluados y establecidos; y no es muy frecuente encontrar empresas que expresen, formalmente y por escrito, cuáles son sus objetivos. Lo más frecuente es que sus objetivos sean implícitos y que vaya cambiando su prevalencia en función de las situaciones que enfrenta la empresa, y de la capacidad de negociación de cada uno de sus máximos ejecutivos.

Por eso, desde el punto de vista de la teoría administrativa, se dice que la fijación de objetivos resulta, en última instancia, de una verdadera negociación entre sectores interesados, que no permite maximizarlos a todos sino, en el mejor de los casos, maximizar la mezcla.

Sobre la base de los objetivos que se desee lograr, se toman las decisiones. Estas pueden ser divididas en decisiones de política y decisiones de rutina. Las primeras son las que hacen al largo plazo: determinan y comprometen el porvenir de la empresa. Las decisiones de rutina, que también podemos considerar programables, son a corto plazo y, en muchos casos, pueden ser delegadas si se fijan parámetros concretos a lograr. La vigilancia del funcionamiento de la empresa con referencia a dichos parámetros puede ser derivada a colaboradores de nivel más bajo, liberando en alguna medida la intervención del ejecutivo de finanzas. Las decisiones de rutina pueden ser automatizadas para determinados rangos de desvío. A los objetivos y parámetros que sirven de base a las decisiones de rutina se las llama, frecuentemente, *metas*.

- 
- (1) ETZIONI, AMITAL, *Organizaciones modernas*, Uteha, México.
  - (2) RIVERO TORRE, PEDRO, *Cash Flow*, Limusa, México, 1975, pág. 12.
  - (3) DEWING, ARTHUR, *Las políticas financieras de la empresa*.
  - (4) SOLOMON, EZRA, *Teoría de la administración financiera*, Macchi, Buenos Aires, 1965, pág. 26.
  - (5) VAN HORNE, JAMES T., *Administración financiera*, Ediciones Contabilidad Moderna, Buenos Aires, pág. 10.
  - (6) Comúnmente se toman periodos anuales, por razones prácticas, pero nada impide que el periodo con que se trabaje sea menor; si la vida del proyecto es muy breve, pueden incluso usarse periodos mensuales.
  - (7)  $k$  es la tasa requerida de rendimiento; por lo tanto, su valor mínimo es el costo del capital total (propio y de terceros) con que se financia la empresa.
  - (8) AZULAY, MARIO H., *Hacia un objetivo operativo para administradores financieros*, ADMINISTRACION DE EMPRESAS, vol. I-A, pág. 485.
  - (9) El activo que no concurre a la obtención de las utilidades no se computa; por ejemplo, inversiones en otras empresas, cuya utilidad no toma parte de  $U$ .
  - (10) AZULAY, MARIO H., *op. cit.*