

Por el Cr. Ricardo Pascale

# ADMINISTRACION FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

El Cr. Ricardo Pascale, Profesor Titular de Finanzas de Empresas de la Universidad de la República, ha presentado a la X Conferencia Interamericana de Contabilidad un trabajo sobre "Marco Ambiental, Planificación Financiera y estructuras financieras eficientes", dentro del tema "Contabilidad Gerencial" continuando con la publicación de resúmenes de los trabajos presentados a la mencionada Conferencia que iniciáramos el lunes pasado con el trabajo del Cr. Mario A. Pravia, ofrecemos hoy una síntesis del estado del Cr. Pascale, preparado por el autor.

La X Conferencia Interamericana de Contabilidad tendrá lugar en Punta del Este del 19 al 24 de noviembre próximo, siendo la primera vez que se realiza en nuestro país.

## RECIENTE DESARROLLO

Los últimos años han sido escenario de un gran desarrollo en el campo de la administración financiera de empresas.

Dentro de él, uno de los campos hacia los cuales se ha dirigido con más intensidad la literatura especializada es el que tiene relación con las estructuras financieras.

No obstante, sus desarrollos han surgido fundamentalmente en Estados Unidos y aunque a veces no se explicitaban bien, ellos tienen supuestos básicos que pueden funcionar adecuadamente en países altamente industrializados.

Las principales teorías que se han desarrollado sobre el punto son:

a) Teoría tradicional de financiación de la empresa.

En ella, las decisiones de estructura financiera óptima son aquellas que combinan una relación deudas-capital, que minimizan el costo del capital o maximizan el valor de mercado de la firma. O sea, el costo total del capital, operando como una función del endeudamiento tiene una evolución en forma de U, minimizándose al mismo en un punto o en una gama de puntos.

b) Teoría de Modigliani y Miller

Modigliani y Miller desarrollaron en 1958 una teoría que

viene a sentar una posición distinta a la sostenida por la tesis tradicional. Suponen las empresas operando en un mercado perfecto (sostienen que el mercado de capitales se asimila a ellos) y en clases de riesgo determinadas, excluyendo la consideración e los impuestos a la renta.

Sostienen entonces que el "costo medio del capital de una empresa es independiente de su estructura financiera y es igual a la tasa de capitalización de las corrientes futuras inciertas expresadas, para los recursos propios del tipo corriente de la clase de riesgo, de capitalización del flujo de beneficios dentro de su clase".

c) Teoría de M y M. Corrección.

Cinco años más tarde, en 1963, Modigliani y Miller efectúan una corrección de su teoría original en la que incluyen la consideración de la influencia de los impuestos.

Concluyen en esta oportunidad que, en lugar de ser constante, el costo del capital se torna descendente, siendo entonces una función lineal de la tasa fiscal y de la relación deudas-fondos propios.

d) Teoría de Kessel - Alchian.

La teoría de Kessel y Alchian, parte definiendo los activos y pasivos de la empresa, en monetarios y reales.

Consideran deudor monetario neto aquel cuyo pasivo monetario es superior al activo monetario. Por el contrario, es acreedor neto aquel cuyo activo monetario excede el pasivo monetario. Sobre esta base los primeros ganan con la inflación y pierden con la deflación, así como los segundos pierden con la inflación y ganan con la deflación.

Sus estudios comprobaron que el capital accionario se incrementó en épocas de inflación en empresas deudoras monetarias netas y viceversa en caso de deflación.

Estas teorías sumariadas, pueden funcionar cuando se dan supuestos como un alto grado de desarrollo económico y social, mercados perfectos, estabilidad, clase empresarial de alto dinamismo, y un gran desarrollo de la moderna administración de empresas.

Estos supuestos, habida cuenta de las dificultades de ge-

neralización, no se suelen dar en muchos países latinoamericanos.

Dado que solo podemos concebir a la empresa, enclavada en el marco económico, político, social y cultural, vemos insuficiencias de estas teorías cuando se pretenden aplicar a países con escaso desarrollo.

Considerando a la empresa inmersa en un determinado marco ambiental, este es cambiante. El cambio es el producto de la combinación de diversos elementos que hemos definido como de base, de coyuntura y envolventes.

Una estructura es eficiente para la empresa en la medida en que combine un conjunto de fuentes tal, que por la naturaleza y magnitud de sus costos, su importancia relativa y su flexibilidad ante expectativas de cambios en el marco ambiental, permitan ante una configuración de este obtener los objetivos de rendimiento esperados.

Ante un cambio en el marco ambiental, la estructura puede dejar de ser eficiente, es más, normalmente deja de serlo por un período que llamamos período de infraseficiencia de la estructura. Cuando menor sea el período referido, más posibilidades tiene la empresa de llegar a obtener los objetivos señalados.

Por consiguiente, la estructura debe adecuarse al nuevo marco ambiental. Este proceso de adecuación de la estructura de activos, para que conjuntamente puedan concluir en los objetivos.

Es decir que, aquel punto que se considera óptimo en términos de igualar la rentabilidad marginal de los activos al costo marginal de las fuentes de financiamiento, o sea donde se iguala la curva decreciente de rendimientos con la creciente de costos, proponemos que deberá modificarse señalando que más la obtención del margen, lo que interesa es la adecuación de las estructuras tanto financieras como de activos a la obtención de los rendimientos esperados, ante caminos en el marco ambiental.

Los instrumentos que pueden ayudarnos son los técnicos de planificación financiera, unido a los métodos matemáticos y estadísticos de tratamiento de la incertidumbre.