

# **Métodos para gestionar la liquidez en un conjunto de empresas comerciales cubanas**

Autora: Marta Gisela Santander Suástegui  
Lic. Contabilidad y Finanzas  
Cuba

*Dedicatoria*

*A mi padre por haber sido mi mejor maestro*

Agradecimientos

*A mi hija por el tiempo restado y por ser mi mayor premio*

*Al Dr Antonio Ravelo Nariño, Profesor Titular Consultante  
y Profesor de Mérito de la Universidad de La Habana  
Académico Titular de la Academia de Ciencias de Cuba,  
por su dedicación y confianza*

*A mi madre por serlo todo*

*A mi amor por su apoyo eterno*

*A mi familia por ser tan corta y tan especial*

*A todos mis amigos y a los que han contribuido a no cejar en mis propósitos*

<b>Indice</b>	<b>Páginas</b>
INTRODUCCION	
CAPITULO I – La teoría sobre la Administración Financiera Empresarial	
I.1 - Reflexiones sobre conceptos de liquidez y otros relativos a la administración financiera	5
I.2 - Importancia de la liquidez necesaria y ventajas de la optimización financiera empresarial	18
CAPITULO II – Panorama de la situación en el período 2002-2007	
II.1 - Particularidades y retos	31
II.2 - Estudio financiero y resultado	35
II.3 - Factores determinantes de la disminución de la liquidez en el conjunto de empresas comerciales estudiadas	41
CAPITULO III -- Propuesta de procedimiento y metodología financiera para gestionar la liquidez hasta un límite de riesgo aceptable	
III.1- Métodos de optimización financiera de la empresa	45
III.2 - Procedimiento para gestionar la liquidez en la empresa	47
CAPITULO IV – Validación de los métodos de optimización financiera propuestos	
IV.1 - Impacto económico – financiero después de aplicarse los métodos de optimización financiera	57
IV.2 – Valoración de las técnicas financieras de optimización en la empresa cubana. Posibilidades reales de su aplicación	63
BIBLIOGRAFIA	

## PROLOGO

El libro aborda uno de los problemas más importantes de la administración financiera a corto plazo de la empresa: la gestión de la liquidez.

Conceptualmente trata sobre la teoría de la administración financiera empresarial, la liquidez necesaria y las ventajas que, esta se busque a partir de los principios de la optimización financiera.

Realiza un estudio sobre la situación de un conjunto de empresas comerciales cubanas durante el período 2002 – 2007, señalando, las particularidades y retos de las mismas en la gestión de su liquidez.

Plantea los factores determinantes en la disminución de la liquidez de las empresas seleccionadas.

Propone un procedimiento y un conjunto de técnicas financieras para gestionar la liquidez dentro del límite de riesgo que no sobrepase la estabilidad de la empresa, lo cual tiene como basamento teórico la filosofía de la complejidad.

Este libro resulta útil para mejorar la liquidez de la empresa, tanto en cuba, como en otros países del Sur.

**Prof. Dr. Antonio Ravelo Nariño**

## **INTRODUCCION**

El déficit de efectivo en Cuba ha dado lugar a muchas medidas de carácter gubernamental para dar solución a problemas coyunturales y mantener las conquistas sociales alcanzadas desde la década de los '60 por la revolución cubana.

El financiamiento a través del subsidio otorgado por el Presupuesto del Estado a entidades del sector público y la subvención a los productos básicos de consumo humano generó un déficit fiscal acentuado en la última década del siglo XX.

Sin embargo, en la década de los '90 la dirección de la economía adoptó un modelo de descentralización y la inversión extranjera se expandió también con la Ley No.77, lográndose resultados económicos satisfactorios en sentido general puesto que la práctica en los años '70 y parte de los '80 siguió aparejada a la costumbre burocrática de tutelar la función de la empresa desde los organismos y el resto de los eslabones intermediarios, truncando la iniciativa del empresario, del contador y del administrador financiero.

Luego, fue iniciado en el año 1987 el Proceso de Perfeccionamiento Empresarial comenzado en 1997 exigiendo a las empresas cumplir con el Plan de Ingresos, tener la contabilidad certificada y cumplir con el compromiso planificado de aporte al Estado Cubano en su calidad de dueño.

La mayoría de los empresarios cubanos consideran la culminación del análisis financiero con el cálculo de algunas razones o índices a partir de la combinación de los importes reflejados en estos Estados Financieros, cuando en realidad, el análisis financiero debe ser una tarea constante y presente en cada decisión o valuación gerencial, haciéndolo extensivo a la optimización financiera desde el ángulo de la minimización de los recursos financieros necesarios para operar eficientemente la empresa.

En otras palabras, las razones financieras, no deben limitarse principalmente a medir las relaciones de la empresa con los bancos comerciales, los proveedores, los clientes y el Estado como Fisco, sino darle principal importancia a la reducción de los recursos financieros aportados por el conjunto de dueños, bien sea el Estado como propietario de dicha empresa, el inversionista extranjero, bien sea mediante su participación dentro de una empresa mixta y con el 100% de la inversión cuando esta forma de financiamiento sea conveniente a los intereses del país donde se invierte.

De esto y más trata este o, pues no solo va dirigido a reflexionar sobre la liquidez empresarial, que comprende parámetros de liquidez real, incluso más exactos que el propio índice de liquidez tradicional y su reorientación para el análisis financiero, sino que además se auxilia de la aplicación de técnicas modernas para la optimización financiera de la empresa, lo que actualmente se aplica en los países desarrollados del Norte y que también han sido de gran utilidad en algunos países del Sur.

El problema o inquietud que dio origen a este trabajo investigativo fue la incorrecta administración de la liquidez empresarial en un conjunto de empresas comerciales cubanas.

Actualmente los importes reflejados en los Estados Financieros no resultan suficientes para realizar un estudio financiero profundo mediante el análisis y la integración de la información contable que sirva verdaderamente como herramienta eficaz a corto y mediano plazo.

Las bases generales del Perfeccionamiento Empresarial Cubano indican pautas para que la empresa pueda desarrollarse y transformarse con una forma de organización que a su vez, permita lograr una administración financiera eficiente con menos recursos propios. Lamentablemente, uno de los problemas más importantes en la gestión financiera diaria en la generalidad de las empresas cubanas es la falta de liquidez.

El objeto social de las empresas estudiadas es la realización de activos de carácter comercial, importación y exportación de mercancías en general, así como cualquier otra actividad complementaria de lícito comercio permitida por las leyes cubanas. Tienen como aspecto común la radicación de filiales en el extranjero y su operación se realiza fundamentalmente en pesos convertibles cubanos (cuc) dentro del país y en otras denominaciones fuera del mismo.

La adopción de métodos para incrementar la liquidez en la empresa hasta límites aceptables reduciría el riesgo de insolvencia, la estructura de financiamiento sería superior y se lograría un crecimiento del efectivo capaz de cubrir el déficit existente actualmente en muchas entidades. Todo lo cual puede dar lugar además a revertir las tendencias resultantes de los análisis de coyuntura. Partiendo de esta hipótesis fue desarrollándose este trabajo, lográndose finalmente el incremento del efectivo en cuc.

Por otro lado, el crecimiento económico de la década del '90 trajo aparejado que se desviara un conjunto de recursos que no contribuían precisamente a elevar el bienestar social y esto hizo que el Gobierno tomara nuevamente la decisión de centralizar las transacciones en divisas a través de la Resolución No.92 del Banco Central y no desde el momento del pago al proveedor sino desde el propio instante de la contratación, como forma de asegurar el uso correcto de los recursos en divisas disponibles por el Estado.

Lo anterior ha dado lugar a la reducción de gran parte del número y la diversificación de suministradores en las empresas estudiadas por la demora de la aprobación de las solicitudes de las operaciones comerciales por el Comité de Aprobación de Divisas (CAD).

Pero en un ámbito internacional caracterizado por la inmediatez, la competencia y la autonomía de la gestión empresarial, no es difícil imaginar el destino que les



depara a las empresas del país que dependen de varios niveles superiores para la aprobación de estas operaciones que no es el caso de las tratadas aquí.

Incluso, se pudiera llegar a cuestionar otras medidas y disposiciones centralizadas por los niveles superiores que perjudican la salud financiera de la empresa cubana y que por esa razón, este libro propone un conjunto de métodos que permita la contribución de la empresa al país, sin afectar su liquidez como entidad y la aplicación de diferentes métodos de optimización financiera que pueden transformar su estructura sin alterar el valor de los activos de la empresa, obteniéndose como resultado el crecimiento del dinero con un bajo costo financiero.

Y porque adicionalmente a ello, el incremento del efectivo disponible que resulte de aplicar las medidas propuestas podrá utilizarse en aras del crecimiento proporcionado del país y en el orden de continuar invirtiendo en obras de carácter social.

Justamente, debido al déficit fiscal, el Estado Cubano se ha visto en la necesidad de sufragar sus gastos obteniendo sus dividendos como fisco y como dueño de forma anticipada, sin esperar a la culminación de un ejercicio económico.

El pago al Fisco se realiza trimestralmente a cuenta de las utilidades y los aportes al Dueño de forma mensual y a veces, incluso, semanal.

El Impuesto sobre Utilidades se considera como una distribución del resultado económico y por tanto, no se registra como gasto del período corriente.

Pero, el aporte en efectivo al Estado Cubano por parte de la empresa, ya sea con destino al Presupuesto, la Caja Central o la Reserva, se realiza sobre bases diferentes, no existe homogeneidad en la forma de realizar el aporte y éste se efectúa sin tomar en cuenta la liquidez realmente disponible en la empresa.

Por otra parte, los aportes en general, tienen una génesis común en las utilidades pero las mismas no se cobran en su totalidad.

Tampoco el Decreto – ley 227 del Patrimonio del Estado, en su Disposición Final Primera, Artículo 138, permite la transmisión de bienes del Estado entre entidades con personalidad jurídica independiente, lo cual permitiría el incremento vertiginoso de la liquidez.

Todos estos factores invalidan la posibilidad de la empresa para optimizar sus finanzas. Sin embargo, existen otras vías para lograr la gestión de la liquidez que implican también la obtención de un mayor rendimiento económico.

La investigación se realizó en un inicio de forma exploratoria, obteniéndose también resultados por la relación causa – efecto.

Los métodos de investigación utilizados fueron el estudio de documentos, la observación y la propia recopilación de resultados por la experiencia práctica de la autora.

El libro se estructura en cuatro partes fundamentales:

- la 1ra. aborda conceptos de liquidez y otros recogidos en la literatura sobre administración financiera, a los cuales la autora hace sus reflexiones.
- la 2ra. parte se enfoca al estudio efectuado y al resultado obtenido durante 6 años (período 2002-2007), develándose la dificultad que originó la investigación.
- la 3ra. parte brinda un conjunto de procedimientos y métodos financieros como posible solución a la situación que garantice no solo disminuir el riesgo de insolvencia sino que además, ayude a la empresa a lograr una mejor administración financiera a corto plazo, asegurando el aporte sistémico de efectivo al Estado, principal objetivo de estas empresas.
- la 4ra. Valida el efecto logrado de aplicar los métodos de optimización financiera y calcula el impacto económico de cada procedimiento.

Todo ello cumple con el objetivo de lograr la gestión de la liquidez necesaria en la empresa, profundizándose más en el concepto mismo de liquidez como herramienta para obtener una administración financiera acertada.

Asimismo brinda la posibilidad de extrapolar el mismo procedimiento al resto de las entidades del país.

## **CAPITULO I- Acerca de la teoría sobre la Administración Financiera Empresarial.**

## **I.1- Reflexiones sobre conceptos de liquidez y otros relativos a la administración financiera.**

Para iniciar un trabajo investigativo acerca de la liquidez, es preciso remontarnos a los clásicos de la Economía por cuanto dejaron profundas huellas en los economistas que les sucedieron.

En este sentido, la autora desea destacar el estudio del británico John Maynard Keynes, quien lo utilizó para analizar el comportamiento de la demanda monetaria.

Keynes desarrolló en su marco conceptual la liquidez como “tendencia que muestran las personas a escoger activos líquidos frente a otros de más difícil realización”.

La demanda monetaria está conectada con dos funciones principales que cumple el dinero: la de ser un medio de pago y la de servir como depósito de valor. De este estudio se derivó tres razones que estimulan la conservación del dinero y que explican la preferencia por la liquidez. Estas son: transacciones, precaución y especulación.

El interés de la investigación se centró en el motivo “precaución”. La cantidad de dinero necesaria dependerá del valor global de las transacciones que se realicen y este estará influido, a su vez, por el nivel de la actividad económica en general. La “precaución” lleva a conservar dinero para necesidades futuras y contingencias imprevistas, también depende en gran medida, de la renta nacional.

Si vemos este motivo desde una sola cara podemos pensar que en la actualidad se elevaría el costo de oportunidad por la retención de efectivo. Sin embargo, no debemos descuidar que la teoría de Keynes surge en plena Crisis General del Capitalismo y este economista emerge entonces como “salvador” de la economía político burguesa en los marcos del Capitalismo Monopolista de Estado.

Keynes dedicó sus estudios al nivel global, es decir, a la macroeconomía y refleja los fenómenos solamente en la esfera de la circulación, reduciendo todos los fenómenos a la correlación que existe entre la Oferta y la Demanda.

Pero dicho enfoque se realiza en una época de dominio total del capital financiero, donde se sustituye el análisis microeconómico por el macroeconómico debido a las contradicciones del mecanismo de reproducción del capital social en la época del capitalismo monopolista.

Por eso, el modelo keynesiano, ya desde su origen es pragmático como consecuencia del papel que asume el Estado burgués como agente económico directo. El Estado debe responder a los intereses de los monopolios en su conjunto.

Sin profundizar en los criterios de Keynes acerca de la demanda efectiva y oferta global, podemos citar que para él “el capital solo se acumula cuando están presentes los rendimientos esperados y por esta razón, el movimiento del nivel de empleo y los salarios son resultantes del movimiento de la acumulación del capital” y con ello, justifica un sistema de medidas de regulación económica estatal.

Keynes aboga también por la participación del Estado, cuando los ingresos aumentan por cuanto disminuye la propensión marginal al consumo (obsérvese los nexos con la escuela subjetiva) y por tanto se hace necesario incrementar las inversiones y con esto elevar el nivel de empleo.

En resumen, las ideas de Keynes fueron las primeras en representar el capitalismo monopolista de Estado, aún cuando no se extiende a la distribución de la renta nacional y estar diseñado únicamente para el corto plazo sin tener en cuenta el factor tiempo. No obstante, sería imposible interpretar cualquier modelo económico, si desconocemos su teoría pues tiene la exclusividad por excelencia de haber transfigurado las relaciones capitalistas monopolistas.

Hasta aquí lo principal de la teoría de Keynes y su incidencia en el sistema de regulación monopolista estatal. La autora pone énfasis en el modelo keynesiano por requerir de la participación del Estado en la economía de un país cuya pretensión es minimizar el efecto catastrófico que provocan las crisis, las cuales son inevitables y forman parte del desarrollo cíclico.

El Estado es sin dudas, el tema piedra angular en el estudio de la Economía Política. Su comprensión va desde la magnificación hegeliana hasta la consideración marxista como instrumento de dominio de una clase sobre otra.

Para los países subdesarrollados es necesaria la participación del estado en la economía, de lo contrario, la ausencia de regulaciones en las fuerzas del mercado daría lugar a desigualdades regionales y anarquías institucionales pues no siempre las indicaciones que ofrece el mercado implican “desarrollo” y entonces el país se alejaría de un crecimiento económico.

Estas ideas forman parte también de otras políticas neokeynesianas.

No obstante, el pensamiento de Keynes en contraposición al neoliberalismo económico, tiene un punto de partida en el aumento de la masa de dinero y las consideraciones expuestas al inicio de este capítulo.

Podemos hacer referencia a varios economistas clásicos, sin embargo, sin negar la legitimidad y vigencia del pensamiento de Carlos Marx, la autora prefiere citar antes a otros economistas, como por ejemplo Jean Baptiste Colbert quien tuvo la máxima de que “siempre es mejor vender mercancías a los demás que comprárselas, pues lo primero otorga ciertas ventajas, mientras que lo segundo acarrea inevitables perjuicios” o Adam Smith que abogaba por la libertad total del

comercio entre las naciones tomando en cuenta el principio de las ventajas comparativas, reafirmado después por el también gran economista David Ricardo “nunca producir en casa lo que nos cueste menos traer de afuera”.

Pero estos pensamientos han sido siempre calificados por muchos autores como “la tradición clásica”.

Quien concibió la verdadera ruptura con la tradición clásica fue Carlos Marx cuando editó su primer tomo de El Capital que describe la apropiación por parte de los capitalistas de una parte del valor creado por la fuerza de trabajo y que no había sido retribuido a los obreros.

De ahí que otra categoría asumida por los economistas clásicos y modernos es el “excedente económico”. Un sistema funciona mientras continúe creciendo este excedente fruto del exceso del valor proveniente de la productividad que no se distribuye entre la fuerza de trabajo y queda en manos de los dueños productivos para satisfacer las necesidades de acumulación y consumo.

Este excedente, según Raúl Prebisch, está sometido a una doble presión. Por un lado, la fuerza de trabajo en el mercado y por otro, el Estado para poder absorber una cantidad mayor de fuerza de trabajo.

“...si esa presión alcanza gran intensidad, comprime en tal forma el excedente que termina por resentirse la acumulación y también el desenvolvimiento de la sociedad privilegiada de consumo”, dice Prebisch.

Y más adelante expone:

“La causa fundamental de la crisis radica en que el potencial de acumulación de excedente se desperdicia en la sociedad privilegiada de consumo y en la succión externa”.

Este autor concluye que es mejor socializar el “excedente” a través del “establecimiento de una disciplina de acumulación mediante la cual todas las empresas debieran acrecentar la cuantía del excedente que se dedica a la acumulación a expensas del consumo de los propietarios de los medios productivos”.

“Todas las empresas deberán acrecentar su acumulación, pero solamente tendrían responsabilidades redistributivas aquellas que derivan la mayor parte del excedente por concentrar una fuerte proporción de los medios productivos.”

Prebisch es también partidario de que el Estado debe encargarse y velar por la administración y distribución del “excedente” cuando dice:

“...el Estado tiene que determinar en que forma deberá emplearse el excedente para cumplir los objetivos económicos y sociales...”

Más adelante sobre este mismo tema, en el año 2006, Heinz Dieterich, publica un artículo donde habla del “tema decisivo” que es la propiedad y el excedente económico.

Con relación a este último, se define el surplus o excedente económico como algo decisivo en la economía ya que no solo es clave quién lo recibe sino quién decide sobre él y en qué forma.

En la práctica internacional vemos las relaciones de la empresa con el Estado y viceversa a través de los impuestos sobre la Renta y al Valor Agregado.

Un país que aspire al desarrollo debe apoyarse en su Estado para regular la competencia tecnológica y financiera que asume hoy un carácter global.

Marx también en su Tercer Tomo trata al capital en su dualidad como propiedad y función y dentro de la primera, logró establecer los vínculos esenciales y causales entre todas las categorías económicas para distinguir la propiedad económica de la propiedad legal. Esto es algo que todavía no se toma en cuenta en la empresa cubana.

Hasta aquí hemos mostrado un enfoque desde el punto de vista de los clásicos antes de que las finanzas empresariales comenzaran a tomar un papel estratégico a nivel mundial.

En la segunda mitad del pasado siglo Weston plantea que el análisis financiero tradicional se ha centrado en cifras. No obstante, el mundo cada vez adquiere mayor dinamismo y frecuentemente se encuentra sujeto a cambios rápidos. Es por ello que el análisis financiero también debe considerar las tendencias estratégicas y económicas que la empresa debe conocer para lograr éxito a largo plazo.

El análisis financiero es un arte que se adquiere con la práctica, este hecho fue confirmado así por los autores Emery, Fimerty y Stowe y con la experiencia después de muchas horas de “hacer números” y del uso de dichos números para tomar decisiones en la línea de fuego. El buen administrador financiero se hace y no nace, se desarrolla a partir de un gran cúmulo de experiencias. La sabiduría viene con la experiencia, a partir de los errores que se haya cometido a lo largo del camino.

“El analista no debe dejarse anestesiar por aquellas razones financieras que parezcan ajustarse a la normalidad.”

Ya que ellas por sí mismas no proporcionan respuestas completas para las preguntas sobre el desempeño de una empresa.

El análisis financiero debe estar asociado a los análisis de tendencia, el cual es altamente útil a nivel mundial, porque analiza los patrones en forma visual a lo largo del tiempo, cuestionándose la política financiera de la empresa.

Para el cálculo de la liquidez que es el tema principal de este libro, como es ampliamente conocido existen diferentes criterios, incluyendo la llamada “prueba ácida”.

Muchos autores calculan la liquidez de la siguiente forma:

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Otros descuentan del numerador el importe correspondiente a inventarios.

$$\text{Liquidez} = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Sin embargo, Meigs & Meigs representan la razón de liquidez inmediata (prueba ácida), en su numerador, con los activos de liquidez inmediatos, rompiendo el esquema tradicional de descontar del Activo Circulante solamente los inventarios.

Esos criterios en los que coinciden muchos autores y que difieren de otros como Meigs&Meigs y Bernstein están sujetos a ciertas limitaciones también teóricas pero que la práctica de igual forma ha manifestado.

Estas limitantes no son más que las propias desventajas de este indicador, las cuales pueden explicarse mejor cuando analizamos cada una de las partidas que se incluyen en el mismo.

Empezamos con el activo más líquido de una entidad: el efectivo.

El efectivo debe representar el importe mínimo para saldar las deudas a corto plazo, incluso muchos empresarios prefieren sustituir parte de este activo con líneas de crédito y/o valores negociables. De alguna u otra forma, una insuficiencia monetaria, más que ningún otro factor, es el elemento que puede decidir la insolvencia de una empresa.

Por orden de liquidez, se establece que la próxima partida a analizar sea las cuentas por cobrar.

El determinante principal de este elemento lo constituye el nivel de ventas y se rige por las condiciones de la política de crédito comercial y la calidad de la gestión de cobros. Los cambios en una se corresponden con la otra aunque no necesariamente como una relación directamente proporcional.

Al decir que las cuentas por cobrar incrementan la tesorería, se debe tener en consideración la naturaleza auto renovable de este activo ya que el cobro de una cuenta es sustituido inmediatamente por la concesión de un nuevo crédito a otro cliente.

El resto de las partidas disponibles o realizables se enmarca perfectamente entre el conjunto de cuentas por cobrar y el resto del activo circulante. Por tanto, podemos analizar ya el pasivo circulante.

Este grupo de financiamiento ajeno también está determinado por las ventas puesto que las compras están siempre en función del nivel de actividad. Por consiguiente, el pago del pasivo circulante es esencialmente una operación de reembolso.

Entonces, de acuerdo con lo anterior podemos asegurar las siguientes limitaciones y consideraciones que encierra el cálculo de la liquidez:

- Depende en cierta medida de los saldos de tesorería y sus equivalentes (efectos, cuentas por cobrar e inversiones temporales).
- Dado el carácter estático del Estado de Situación, no existe una relación directa entre el capital de trabajo actual y la probable estructura de flujos futuros de tesorería.
- En ocasiones, los inventarios resultan más líquidos que las propias cuentas por cobrar y sin embargo, estos quedan excluidos de dicho cálculo.
- Las políticas gerenciales dirigidas a optimizar los niveles de venta, se orientan fundamentalmente hacia la utilización más racional de ciertos activos (cuentas por cobrar, documentos, etc) y solo de manera secundaria hacia la liquidez.

Centrémonos pues en el total de efectivo presente en la entidad tanto en caja como en banco, el cual es sin dudas, el activo más líquido cuyo importe también se conoce internacionalmente como “tesorería”.

La tesorería, dice Bernstein, “incluye su propio coeficiente que junto a las inversiones temporales (consideradas también como equivalentes de tesorería) mide cuanto dinero efectivo está disponible para pagar las obligaciones corrientes. Es una comprobación estricta y mide la capacidad de pago desde un punto de vista ligeramente diferente al de la prueba ácida.”

$$\text{Tesorería} = \frac{\text{Efectivo} + \text{Inversiones temporales}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Más allá plantea, que este coeficiente debería ser una extensión del índice de liquidez del que ya hemos hablado. Sin embargo, dice el autor, “estaríamos ante



una comprobación demasiado rígida para resultar significativa al no tener en cuenta el carácter reembolsable del resto de las partidas del activo circulante.”

No obstante este criterio, no debemos excluir el hecho de que el coeficiente de tesorería mide realmente la disponibilidad real del activo líquido, si se quiere conocer objetivamente cuánto es posible pagar en efectivo por cada peso de deuda contraída.

Para Ricardo Pascale la liquidez es una cualidad que refleja la forma en que se concretan la velocidad, la facilidad y el grado de incertidumbre con los cuales un activo puede ser intercambiado por efectivo a un precio tal que el rendimiento del activo sea tan alto como el esperado en un período corto.

Y de este carácter de “cualidad” de la liquidez es que resulta muy difícil cuantificarla en magnitudes absolutas.

Este profesor con una experiencia de más de 6 años dirigiendo el Banco Central de Uruguay además de ser asesor de empresas en casi todos los países de América Latina, Europa y Estados Unidos, combina en el año 1999 su teoría docente de más de 30 años con la experiencia práctica del último decenio.

Sin embargo, ya Emery había propuesto en el año 1982, un ratio que corregía las desventajas que encierra el índice de liquidez, las cuales ya fueron mencionadas en este capítulo y crea un modelo suponiendo que los flujos de caja de la empresa pueden ser caracterizados estadísticamente por su significado y por su desviación estándar.

A este ratio lo denominó Lambda ( $\lambda$ ), el cual se calcula de la siguiente forma:

$$\lambda = \frac{\text{reserva líquida inicial} + \text{flujos de caja totales anticipados}}{\text{incertidumbre de flujos de caja}}$$

donde:

reserva líquida inicial = promedio de los flujos de caja durante un período determinado

flujos de caja totales anticipados = caja, papeles negociables y líneas de crédito

incertidumbre de caja = desviación estándar del conjunto de datos

Por otro lado, Shulman y Cox desarrollaron el Balance Líquido Neto como otra aproximación al índice de liquidez.

Pero este se basa en que los Activos Circulantes o Corrientes son financiados por fuentes permanentes o a largo plazo y consiste en dividir el siguiente cociente:

Caja + Papeles negociables - Cuentas por pagar  
Activo Total

Sin embargo, el resultado que se obtiene con esta razón es contradictorio con el ratio  $\lambda$  de Emery puesto que a diferencia con esta última, no considera la volatilidad de los flujos de caja ni la diferencia de los accesos a crédito de la empresa.

Estudiando más de la literatura sobre administración financiera, podemos advertir dentro de la administración del capital de trabajo y de ello, en la administración del efectivo que W. Baumol fue el primero en proveer un modelo de administración de caja en 1952, reconociendo la similitud entre los problemas de inventarios y los de tesorería desde el punto de vista financiero.

Su objetivo era encontrar el punto óptimo. El costo de mantener esa tesorería era el interés que se estaba dejando de ganar. Por eso el volumen óptimo de cada transacción de fondos invertidos a caja sería aquel que minimizara los costos.

$$C ( T/Q) + i ( Q/2)$$

donde:

- Q = volumen óptimo
- C = costo fijo de cada transacción
- T = demanda total de caja en el período involucrado
- i = tasa de interés
- Q/2 = promedio de caja

Si derivamos con relación a Q, haciéndola 0, logramos la expresión del modelo de Baumol:

$$Q = \sqrt{\frac{2cT}{i}}$$

Esta fórmula indica la cantidad de valores negociables que la empresa necesita vender para mantener un saldo promedio de caja.

Posteriormente, el modelo Miller – Orr por su parte, considera solo los activos relativos a las disponibilidades, propiamente efectivo, y un portafolio de inversiones temporales, estableciendo dos límites, uno superior y otro inferior, cuya intersección del costo de oportunidad de retener efectivo y la inversión en valores negociables, lo consideran el punto óptimo para administrar el saldo en caja.

En 1976 surge el modelo Pascale – Khoury que toma como atributos la media y la varianza. Analiza el concepto riesgo – rendimiento, introduciendo el primero como una restricción para minimizar el costo total esperado en un nivel dado de reserva.

$$\text{Min } E \{C(X)\}$$

$$\text{Sujeto a : } \text{Var} \{C(X)\} < \alpha$$

donde:

$$\text{Var} \{C(X)\} = \text{varianza de la función}$$

$$C(X) = \text{función para un valor considerado de } X$$

$$\alpha = \text{valor superior de varianza que la empresa pueda tolerar}$$

Los autores Emery, Fimerty y Stowe también midieron la liquidez como la suma de la rapidez y la eficiencia y también la relación de esta con las ventas a través de la razón de capital de trabajo.

$$\text{Razón de capital de trabajo} = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante}}{\text{Ventas}}$$

Estos especialistas calcularon razones de cobertura para medir el riesgo de la deuda. Entre ellas se encuentra la razón de cobertura del flujo de efectivo (RCFE), la cual mide el número de veces en que pueden cubrirse las obligaciones financieras referentes al pago de intereses, del principal, de dividendos de acciones preferentes y renta de activos fijos.

$$\text{RCFE} = \frac{\text{UAII} + \text{Pagos por renta} + \text{Depreciación de activos fijos}}{\text{Pagos por renta} + \text{Cargos por intereses} + \frac{\text{Dividendos de acciones preferentes}}{1 - T} + \frac{\text{Amortización de la deuda}}{1 - T}}$$

Donde T es la tasa marginal de impuestos sobre la renta.

Dado que el pago del dividendo y del principal se realiza después del impuesto sobre el ingreso neto, luego se realiza un cálculo equivalente al flujo de efectivo operacional para poder cumplir con estas obligaciones.

Se dice también que el análisis financiero es más arte que ciencia y así también será la decisión de financiamiento ya que ésta depende de la actitud del empresario ante el riesgo financiero.

La empresa puede modificar su estructura disminuyendo la proporción entre deuda y capital, sin alterar el valor de la empresa, teniendo en cuenta siempre que

mientras mayor sea la proporción hacia el financiamiento ajeno mayor será el riesgo financiero pero mayor será también su rendimiento, cumpliéndose el principio financiero de la correlación directa entre riesgo y rendimiento.

Asimismo, la empresa deberá escoger su proporción entre el financiamiento a corto y largo plazo, como una forma más de administrar su capital operacional o razón corriente, es decir, su financiamiento, procurando maximizar también su rendimiento.

En este sentido, la literatura hace mención a tres enfoques básicos de financiamiento del capital de trabajo:

- Enfoque de equiparación de vencimientos
- Enfoque conservador
- Enfoque agresivo

A continuación caracterizamos cada uno de ellos.

#### Enfoque de equiparación de vencimientos:

Protege contra el riesgo equiparando los vencimientos de sus activos y pasivos. Se recurre al financiamiento a largo plazo para el activo corriente permanente y activo fijo y, el financiamiento a corto para el activo corriente temporal.

#### Enfoque conservador:

Financiar solo una parte del activo corriente temporal con préstamos a corto plazo y el resto de los activos financiarlos con fuentes a largo plazo.

#### Enfoque agresivo:

Usar más financiamiento a corto plazo y menos a largo plazo. La meta consiste en elevar la rentabilidad por el principio de riesgo – rendimiento, donde el aumento de la rentabilidad solo puede alcanzarse asumiendo un mayor riesgo.

Otros autores como Zapico, son del criterio de que en la administración de negocios no debe cubrirse una necesidad temporal con un préstamo a largo plazo o, en cualquier forma, con la obtención de fondos permanentes, porque esto sería recargar el negocio con un lastre innecesario, entre intereses y dividendos, gravando las utilidades que deben percibir los verdaderos dueños de la empresa (capital gerencial). Pese a ello, trata también la insuficiencia y el exceso de capital, o sea, si el financiamiento es insuficiente la empresa no tendría garantizado el pago a sus acreedores y la súper capitalización como algo igualmente dañino para el negocio por la pérdida de costo de oportunidad del exceso de capital.

El riesgo financiero de la empresa puede minimizarse también a través de la diversificación de activos e inversiones.

Según Brealey existe una distinción entre el riesgo financiero y el riesgo de insolvencia. La insolvencia es insignificante si el endeudamiento es moderado y expone que para el cálculo de la prueba ácida debe reflejarse en el numerador solamente la tesorería, las inversiones financieras temporales y las facturas que los clientes no hayan pagado aún.

Los autores Horne y Wachowicz muestran varias políticas alternativas con relación al capital de trabajo, enfatizando la rentabilidad sobre la liquidez.

Una de esas políticas es incrementar la liquidez como garantía de poder cumplir con las obligaciones contraídas a corto plazo, pero desde el punto de vista del rendimiento esperado (utilidad neta / activo). Esto trae una disminución de la rentabilidad económica puesto que el denominador va creciendo en la misma medida en que aumenta la proporción de las partidas que forman el activo circulante.

Mientras, el otro extremo de la política alternativa, es aquella menos conservadora o más agresiva, la que trata de disminuir la liquidez manteniendo bajos niveles de efectivo y valores negociables que no garantizan el cumplimiento de las obligaciones, llevando una gestión de cobro severa lo que pudiera provocar la pérdida de clientes o reduciendo inventarios, incurriendo en bajos costos de almacenamiento y mermas pero, con el peligro de disminuir las ventas.

Quiere decir que una política más agresiva es más riesgosa pero reduciría el denominador del rendimiento esperado, lo cual implica evidentemente un aumento de la rentabilidad económica.

Entonces, Horne y Wachowicz llegan a la conclusión de que:

- la rentabilidad es inversamente proporcional a la liquidez.
- la rentabilidad es directamente proporcional al riesgo financiero.

Lo anterior debe ir unido al concepto de “valor agregado”, cuando como medida este debe incrementar el valor de la empresa y no precisamente la rentabilidad.

El importe del valor agregado conocido como EVA se obtiene a partir del resultado económico obtenido por la empresa, deduciendo el producto del costo promedio ponderado del Capital y el capital invertido. Entiéndase este último como capital operacional más activo no corriente.

Para Brealey y Myers “el verdadero costo del capital depende del uso que se hace del capital.”

Y tratan entonces la política de dividendos, en la cual exponen que, vale plantearse lo siguiente: “¿por qué pagar efectivo a los accionistas si esto requiere la emisión de nuevas acciones para recuperar la liquidez?”.

Anteriormente los mismos autores enmarcan “fijar un ratio objetivo de reparto que sea lo suficientemente bajo como para minimizar su dependencia de los recursos propios externos.”

La mayoría de los Estados prohíben a las empresas el pago de dividendos si haciéndolo llevara la empresa a la insolvencia. Además las regulaciones estatales impiden a la empresa que pague dividendos si los reparte de su capital social.

Aún si se distribuye todo el Activo como dividendos, los proveedores no cobrarían sus adeudos. De ahí que, estos últimos se protegen contra esto poniendo un límite a los pagos de los dividendos.

Seguidamente, estos dos autores abordan lo siguiente:

Algunas empresas pagan dividendos bajos porque los directivos son optimistas en cuanto al futuro de la empresa y desean retener utilidades para poder expandirse.

Entonces nos encontramos con que, el dividendo no es más que un subproducto de la decisión del presupuesto de capital. Pero si se decide financiar gran parte de los gastos y activos mediante el endeudamiento, entonces el dividendo es un subproducto de la decisión de endeudamiento.

En un mercado perfecto de capitales tenemos que, la rentabilidad esperada del Activo de una empresa ( $r_A$ ); es igual, al resultado operativo esperado dividido por el valor total de mercado de los títulos de la empresa.

$$\text{Rentabilidad esperada de los activos } (r_A) = \frac{\text{resultado operativo esperado}}{\text{valor de mercado de todos los títulos}}$$

Quiere decir que la decisión de endeudamiento de la empresa no influye en cada uno de los cocientes como tampoco en la rentabilidad esperada de los activos de la empresa ( $r_A$ ).

Y por otro lado, se demuestra que “la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece proporcionalmente al ratio de endeudamiento.”

De ahí que “la proporción deuda – capital propio no varía el riesgo en términos monetarios. Sin embargo, la elección entre deuda y capital propio amplifica el diferencial de rentabilidades porcentuales.”

Adentrándonos aún más en el tema de estructura financiera óptima de la empresa, toda disminución del capital gerencial (financiamiento propio) implica una cuota mayor de distribución para los dueños e incrementa el riesgo por la obtención de esa retribución. Lo anterior está basado en el principio financiero generalmente aceptado de la correlación entre retribución y riesgo.

Se considera una estructura financiera óptima aquella relación entre el financiamiento ajeno y el propio que maximiza el valor de la empresa para los dueños o que minimiza el costo medio ponderado de financiamiento. En cuanto a esto existen criterios basados en teorías tradicionales y otros supuestos que no es interés de la autora extender en detalles.

## **I.2- Importancia de la liquidez necesaria y ventajas de la optimización financiera empresarial.**

La liquidez empresarial ha sido el indicador financiero más antiguo y conocido en el mundo económico, el mismo señala la relación que existe entre los activos líquidos por excelencia (efectivo, cobros pendientes, adeudos e inversiones temporales o realizables) y el pasivo circulante.

Ya fue nombrado en la primera parte de este capítulo que el índice de liquidez tiene un suplemento como capacidad inmediata de pago denominada “prueba ácida”, la cual indica pureza en términos de crédito o préstamos.

La función analítica de este indicador exige dos elementos básicos que en su conjunto se deben considerar siempre, antes de arribar a conclusiones válidas. Estos son:

- Calidad de los activos y pasivos circulantes, su organización en el Estado de Situación y su correcta naturaleza económica.
- Ciclo de cobro y pago.

También se mencionaron las desventajas que aísla este índice pero las mismas no se identificaron con el objetivo de limitar su uso, sino que su importancia, la simplicidad de su cálculo y la facilidad con que podemos obtener los datos para su determinación hace que no se subestime y siga sirviendo de herramienta válida para la toma de decisiones gerenciales.

Pues conociendo las limitaciones para el cálculo de la liquidez, este puede utilizarse para prevenir posibles impagos y para evitar demoras en la amortización de los préstamos que excedan el límite de riesgo de la empresa.

A continuación hemos de presentar algunas de las ventajas que proporciona el índice de liquidez y por lo que resulta importante no descartar su cálculo:

- Mide la garantía para poder cumplir con las deudas y obligaciones a corto plazo.
- El exceso del activo circulante sobre el pasivo circulante puede amortiguar las pérdidas que pueden producirse o cubrir posibles mermas de los activos corrientes.
- El exceso de activo circulante sobre el pasivo circulante puede reinvertirse y elevar el valor de la empresa.



- Mide la reserva de fondos líquidos por encima de las obligaciones corrientes frente a la incertidumbre e infortunios a los que está sujeto el flujo de efectivo en una empresa y garantiza un margen de seguridad.

Latour Padierno hizo alusión a cuatro puntos esenciales para una buena administración de los fondos:

- No comprar en exceso.
- No acumular un excesivo inventario.
- No permitir que los gastos sean excesivos.
- No abandonar los cobros.

Sobre esta base se ha utilizado un grupo de métodos con el objetivo de lograr la optimización financiera de la empresa.

La palabra “optimización” indica minimización y en cuanto al aspecto financiero significa minimizar la cuantía de la inversión en la empresa por los dueños. Ello implica minimizar su activo y consecuentemente minimizar el financiamiento del mismo, reduciendo la participación del capital gerencial en ese financiamiento.

El Dr Antonio Ravelo Nariño es del criterio que la optimización financiera de la empresa permite resolver la necesidad de su financiamiento, tanto para el desarrollo económico como en su operación corriente y mejora el conjunto de los indicadores financieros que miden la eficiencia económica de la empresa.

En el marco financiero optimizar la empresa equivale a:

- Reducir la tenencia de efectivo.
- Reducir las cuentas pendientes de cobro.
- Reducir el nivel de inventario.
- Reducir el activo fijo.

Y en consecuencia de todo ello optimizar finalmente la estructura financiera de la empresa, a través de la utilización de los préstamos y las bolsas de valores.

Tanto la minimización del activo propio como la reducción del financiamiento del capital de los dueños gerenciales, dispone de un importante monto de recursos monetarios que pueden ser utilizados en los siguientes destinos:

- Sustitución del activo obsoleto.

- Nuevas líneas de inversión.
- Aumento de la actividad económica.

Y si esto último puede cumplirse, ayudará a incrementar el desarrollo social y elevará de igual forma el nivel de vida de la población.

El objetivo de la optimización financiera de la empresa es también lograr mantener un equilibrio en las partidas de efectivo para minimizar el costo de oportunidad que se incurre por la tenencia en exceso del mismo y evitar la insolvencia que, impediría a la empresa honrar oportunamente sus deudas.

Para conseguir este propósito es necesario también optimizar las cuentas por cobrar. El método más usado para convertir estas partidas en efectivo e incrementar la liquidez es el factoraje que consiste en la transferencia de estas cuentas a otra entidad que se encarga de su cobranza y anticipa el dinero al dueño original.

De igual forma, podemos optimizar también el inventario para evitar faltantes o pérdidas por ociosidad y acumulación y conducir su cuantía hasta el nivel aceptable u óptimo, para garantizar la actividad de la empresa o sustituir su presencia física por el abastecimiento “justo a tiempo” a través de empresas abastecedoras que se dedican a brindar el servicio para estas funciones.

El activo fijo aunque no forma parte del cálculo de la liquidez igualmente puede optimizarse y eliminar con esto el riesgo de insolvencia en la empresa. Esto puede lograrse utilizando los diferentes métodos de arrendamiento, para lo cual es más aconsejable el procedimiento de retroversión financiera.

En cuanto a este grupo, resulta importante detenernos, por cuanto la posibilidad que nos brinda este método ya sea mediante el arrendamiento simple que ahorra notablemente el costo inicial de una inversión, como por el método de retroversión mencionado, que hace posible incrementar la liquidez obteniendo nuevamente lo que se invirtió antes en un activo, modifica básicamente el concepto tradicional de activo “fijo” y con ello el concepto mismo de liquidez.

Lo dicho anteriormente se fundamenta en que el activo fijo deja de ser un recurso financieramente inmovilizado y esto contribuye a un cambio en la administración financiera de la empresa desde el punto de vista de mantener el uso y disfrute de un bien, además de su conversión en efectivo.

Es decir, la función del activo fijo sigue siendo la misma sin ser “fijo” y contribuyendo a la misma cuota de retribución que cuando el dueño gerencial tenía la propiedad legal sobre el mismo.

Esta forma de permanecer como “activo fijo” en la empresa se conoce como propiedad económica de un bien en el que se ha recuperado la cuantía inicial de

inversión. Esto es lo que el Dr Ravelo denomina activo virtual puesto que el bien ya no constituye un activo fijo real de la empresa aunque continúa desempeñando las mismas funciones en cuanto a su uso.

Marx fue el primero que expuso la dualidad del capital como: propiedad y función. Dentro de la primera enmarca la propiedad económica y la propiedad legal y en la segunda solamente su uso y disfrute.

Y esta categoría se ha utilizado con el objetivo de optimizar la estructura financiera de la empresa.

En sentido general, todo activo que puede ser comprado también puede ser arrendado y el arrendador puede ser el mismo productor del activo o un tercero con intenciones de comprar activos para arrendarlos.

Otro método para mantener niveles aceptables de liquidez es arrendar un activo mediante un contrato a mediano o largo plazo, acompañado de una opción de compra al finalizar el período de arrendamiento. Y así se parcializa el costo inicial y se garantiza el control de este activo si se decidiera comprarlo cuando concluya este contrato de arrendamiento.

Este modo operandis tiene sus ventajas tanto para el arrendatario como para el arrendador pues mientras este último mantiene la propiedad legal sobre el bien arrendado, deja de pagar el impuesto sobre utilidades por concepto de la depreciación de activos.

Sobre la base de la esencia misma de optimizar financieramente la empresa, debemos decir que la reducción del activo real o lo que el Dr. Ravelo expone en sus investigaciones como la “virtualización del activo” implica un mayor riesgo financiero.

Dicho riesgo se compensa con el incremento de la retribución adicional a su resultado económico llamado “premio”.

Cuando optimizamos la estructura financiera de la empresa, aumentando el pasivo y reduciendo el capital gerencial, también aumenta el riesgo financiero como ya hemos visto en este capítulo y que la retribución es directamente proporcional al riesgo, entonces ello genera un segundo premio.

De acuerdo con esta teoría podemos ir a la optimización financiera de la empresa conociendo que el capital gerencial recibe dos premios por el incremento de su riesgo financiero:

- Por la reducción del activo real mediante la virtualización parcial de este.
- Por el incremento del pasivo y la reducción de la participación de los dueños en el financiamiento total.

Los activos optimizados o virtuales tienen un financiamiento extraempresarial, ya que su fuente de financiamiento proviene de las llamadas empresas colaboradoras, las que obtienen la propiedad legal sobre el activo y ceden el uso y disfrute de la propiedad económica a la empresa que ha sido optimizada.

Esta es una nueva forma de financiamiento que se ha impuesto en los países desarrollados del Norte con resultados satisfactorios también en algunos países subdesarrollados del Sur.

Hasta la segunda mitad del pasado siglo XX a nivel mundial, los activos reales de la empresa tenían un financiamiento puramente empresarial, compuesto en lo fundamental con deudas y el aporte de los dueños gerenciales, como algo habitual o tradicional en la economía de la empresa.

Sin embargo, la forma en que se puede optimizar financieramente una empresa relacionando algunos de los métodos descritos, señala como producto la disminución del capital propio dentro de la estructura financiera de la empresa, lo cual implica por la teoría del principio general de la correlación entre riesgo y retribución, una mayor cuota de distribución para los dueños.

Por otro lado, al igual que en el arrendamiento, donde existen ventajas también para los arrendadores, la reducción del capital gerencial implica también ventajas para los acreedores o prestamistas pues cobran su retribución en intereses antes de que los dueños cobren sus dividendos. Por otra parte, el dueño gerencial se ahorra en el pago del impuesto sobre utilidades, al deducir la depreciación, por considerarse este un gasto no incluido a los efectos fiscales.

Paralelamente, la empresa colaboradora (acreedora o prestamista) adquiere ventajas económicas por la virtualización de los activos al percibir ingresos por comisiones, rebajas de precios para algunos suministros y beneficios fiscales que ya fueron citados.

Pero la optimización financiera de la empresa tiene un límite que está determinado por el grado de aversión al riesgo de cada empresa en particular o el crecimiento de la razón de deuda que aumenta la retribución hasta el límite del caos, en que la empresa puede tener utilidades retenidas y una liquidez insuficiente de su activo.

Para Miller y Modigliani, quien recibiera el Premio Nobel de Economía por sus aportes a la teoría financiera, el valor de una empresa está determinado por el conjunto que constituye el activo de la misma, debidamente reexpresado mediante la actualización monetaria y no, por la estructura de su financiamiento.

O sea, para estos economistas norteamericanos el valor de la empresa es indiferente a su estructura financiera pero en un mundo sin impuestos y con un mercado perfecto de capital.

Más es un hecho universal, la existencia de los impuestos y conocemos ya que el gasto por el pago de intereses es deducible para el cálculo del impuesto sobre utilidades. Lo anterior es importante para la empresa y es un elemento a considerar para su estructura de financiamiento, al tener la posibilidad de reducir la base imponible para el gravamen de su ingreso neto.

Pues, por otra parte, las utilidades obtenidas por el ahorro de intereses debido a una decisión financiera de no acudir al préstamo, implica un pago mayor de impuesto.

Sobre lo anterior, podemos inferir que merece más invertir que acumular aunque la interpretación del resultado de esta decisión financiera difiera entre unos y otros autores.

El ahorro en el pago de impuestos en una empresa financiada por terceros es acreditado por algunos autores como incremento del valor de la empresa al calcular sus flujos de tesorería.

La autora de este libro coincide más con el criterio de otros autores que conciben este ingreso como un “premio” por el riesgo que corre la empresa financiada a partir de sustituir parte de su capital gerencial propio por el de terceros.

Dicho esto, se cumple entonces la teoría de Modigliani y Miller sobre la independencia del valor de la empresa frente a los cambios que ocurren en su estructura financiera pues es el riesgo quien determina una mayor tasa de retribución de los accionistas sin que ello implique un aumento del valor total de la empresa. Este valor está condicionado solamente por el valor de su activo.

De otra parte, el uso excesivo de financiamiento externo por tratar de maximizar la tasa de retribución puede originar altos costos para la empresa con relación a la deuda contraída amén de enfrentar otro riesgo: el de insolvencia. Además, una situación como la anterior puede hasta perjudicar el prestigio de los administradores financieros.

Por eso, este libro se basa en la optimización del Activo para gestionar la liquidez aunque presenta también algunas sugerencias para optimizar la estructura de financiamiento de la empresa.

Seguidamente se detallan los activos sobre los que la empresa puede accionar para gestionar su liquidez a través de la optimización.

El primer activo que nos encontramos en el Estado de Situación de una entidad, dado que las normas financieras obligan a exponer la información desde el activo más líquido al menos líquido, es el Efectivo.

La optimización del efectivo se logra tratando de evitar que haya exceso o defecto del mismo, de manera tal que no se incurra en un costo de oportunidad por la

tenencia del mismo ni que se corra el riesgo de no poder honrar las obligaciones contraídas por la empresa.

El efectivo es la partida más importante del Activo y su incremento relativo es consecuencia a su vez de la optimización del resto de las partidas que conforman este grupo. De ahí que debe ser muy cuidadosa su administración.

Para alcanzar este objetivo, los economistas Melton H. Miller y Daniel Orr en el año 1966 diseñaron un modelo financiero – matemático que incluye la inversión en efectivo y en valores negociables y dos límites: uno mínimo y otro máximo en los que puede moverse el efectivo de la empresa, entiéndase por efectivo, papel moneda, moneda metálica, cheques, depósitos en cuentas bancarias, transferencias electrónicas y tarjetas de débito cuyo importe se transfiere electrónicamente.

Este modelo traza dos curvas, una que representa el costo de oportunidad del capital invertido en efectivo en su tendencia creciente y otra, representando el costo de la administración en valores negociables en su tendencia decreciente. El punto de intersección entre ambas curvas es considerado como el valor óptimo de efectivo.

Pero la forma de optimizar el efectivo en el modelo Millar – Orr no es la única. Existen otros modelos entre los que se encuentra el Saldo Promedio de Efectivo, asumiendo los desembolsos totales entre el ciclo de operaciones o ciclo de caja.

Al comparar el resultado de este cociente con el saldo de Efectivo según Estado de Situación de la empresa, podemos conocer si la disponibilidad financiera es inferior o superior.

Si el Efectivo de la empresa es superior a este cociente, significa que la empresa se encuentra en condiciones de invertir pues cuenta con efectivo ocioso. Si contrariamente, el saldo del Efectivo de la empresa fuera inferior al resultado de este cociente, entonces la empresa debe solicitar un financiamiento.

Esta técnica es mucho más práctica que el modelo Miller –Orr y de fácil adaptabilidad a las características de cualquier empresa.

En general, con relación a la administración del efectivo se hallan muchas técnicas basadas en su mayoría, en minimizar el riesgo financiero, así como en reducir el efecto del tiempo en el valor del dinero. El conjunto de estos métodos tienen una fuerte base en la estadística matemática que mide el grado de dispersión de una variable en particular, ya sea el efectivo disponible o los ingresos a recibir.

Los economistas y los administradores financieros en el mundo actual se apoyan en estos instrumentos estadísticos – matemáticos para medir el riesgo financiero. Los estadígrafos fundamentales que determinan este objetivo son la varianza, la co-varianza, desviación estándar y correlación que muestran las tendencias y

pronósticos del efectivo, por ejemplo, lo cual alcanza gran utilidad a la gerencia para la toma de decisiones oportunas en cuanto a invertir o solicitar financiamiento a tiempo.

La empresa también debe confeccionar siempre un Presupuesto de Efectivo e incluir en sus pronósticos cuatro principios básicos:

- Proyectar las ventas hacia el incremento de las entradas de efectivo.
- Utilizar mecanismos para acelerar la entrada de efectivo.
- Planificar los gastos hacia la reducción de salidas de efectivo.
- Cumplir con las obligaciones contraídas pero demorando las salidas de efectivo.

De esta forma, se logra administrar bien el efectivo, manteniendo un saldo óptimo en su Balance.

Siguiendo el orden de liquidez, el próximo activo a optimizar son las Cuentas por Cobrar.

Las cuentas por cobrar surgen de la venta a crédito de una empresa a otra, creándose la obligación de pago por parte de la empresa que recibe el crédito comercial.

El crédito comercial es ventajoso tanto para la empresa que lo concede como para la que lo recibe.

Para la empresa que otorga crédito comercial denota aumento de las ventas e incremento del número de clientes, lo cual implica el aumento también de sus utilidades económicas, asegura posición en el mercado y un incremento indirecto del precio o ventajas en costos sobre otras empresas que ceden préstamos.

Para la empresa que recibe crédito comercial implica un aumento de su capacidad de compra y un financiamiento con un costo menor al que incurre de acudir a una institución financiera, amén de la reducción de su capital de trabajo que bien pudiera ser ventajosa.

Sin embargo, si la empresa no concede el crédito comercial evita pérdidas por cuentas incobrables, gastos de administración y reduce el costo de oportunidad de su inversión en cuentas por cobrar pero por otro lado, existe una reducción de su nivel de ventas y por ende de sus utilidades, al mismo tiempo que trae como consecuencia una posible pérdida de posición en el mercado.

Por eso, la optimización de las cuentas por cobrar se obtiene minimizando el valor de las mismas a través de su venta a otra empresa denominada "factor", cuya

actividad es precisamente la de comprar “cuentas por cobrar” y proceder a su cobranza en el momento oportuno. Para ello cobra una comisión cuya cuantía depende si la venta es con recurso o sin recurso.

Esta técnica es también mundialmente conocida como una forma de factoraje.

Este factoraje sin recurso consiste en asumir la labor de cobranza y el riesgo de impago por parte del deudor pues no existe posibilidad de devolver las cuentas a la empresa originaria de las mismas. Es por eso que usualmente la tasa de comisión de este servicio es mucho más alta que la del factoraje con recurso.

El factoring con recurso no asume el riesgo de impago del deudor, solo el servicio de cobranza y en el caso que esto no sea posible, el factor tiene la posibilidad de devolver al dueño original, las cuentas no cobradas.

Tanto uno como otro, el factor puede anticipar a la empresa el importe de la venta de la cuenta factorada que, no es más que un descuento por el interés del dinero entre el tiempo que media la fecha del anticipo y la establecida para el cobro al deudor.

Incluso, muchas empresas conceden crédito comercial con el asesoramiento del factor, existiendo el compromiso de este último de factorar estas cuentas por cobrar. En este caso, la empresa minimiza el saldo de sus cuentas por cobrar en el momento en que estas se generan, factorando la totalidad de las mismas y eliminando así los costos administrativos en el área de cobros.

De esta forma, la empresa no solo anticipa efectivo procedente del cobro de sus cuentas, sino que adicionalmente a ello, le permite reducir pagos de intereses bancarios, al no tener la necesidad de recurrir a este tipo de crédito y ahorra tiempo que dedica a su gestión principal: la venta de su producto o servicio.

A continuación trataremos como se lleva a cabo la optimización del activo hasta ahora considerado como el menos líquido dentro del activo circulante: el inventario.

La optimización financiera del inventario puede lograrse igualmente a través de varios modelos y fórmulas sobre el Punto de Equilibrio, según se advierte en la literatura.

$$\text{Punto de Equilibrio} = \frac{\sqrt{2(CF)(S)}}{cv \cdot p}$$

Donde:



CF = costos fijos  
S = ventas en unidades físicas  
cv = costo unitario variable  
p = precio unitario

El inventario también puede minimizarse reduciendo su cuantía física mediante el modelo EOQ que es un método cuantitativo de optimización o disminuyendo el importe del inventario que aparece financiado por la empresa, aplicando la teoría del “inventario cero”.

La reducción de la cuantía física del inventario se puede lograr mediante modelos matemáticos, mientras que la disminución del importe financiado con los recursos propios de la empresa puede sustituirse por contratos con empresas suministradoras que se dedican a prestar este servicio con el compromiso de suministrar “justo a tiempo” las necesidades de inventario.

Esto indudablemente tiene un riesgo para la empresa que toma la decisión de sustituir sus inventarios por contratos de abastecimiento justo a tiempo, por el posible incumplimiento por parte de la empresa suministradora.

Sin embargo, la diversificación permite reducir todo tipo de riesgo. La empresa debe realizar contratos con varias empresas suministradoras y dentro de ello, de varios países.

También se puede recurrir al seguro pues el riesgo de incumplimiento de un contrato de abastecimiento puede perfectamente cubrirse con una empresa aseguradora.

El mantenimiento de un nivel determinado de ventas exige generalmente un nivel determinado de inventario. Por tanto, una tasa de rotación muy baja indica exceso de inventario o de difícil salida u obsolescencia. Una tasa de rotación alta puede apuntar a un inventario insuficiente, lo que da lugar a pérdida de clientes con la consecuente disminución de los ingresos y de las utilidades.

Debido a esto la empresa debe tener mucha cautela para no perder su cuota de mercado. Se dice que un proceso de optimización debe durar al menos cinco años, por lo tanto, la sustitución del inventario debe ser escalonada.

La optimización del inventario ofrece las siguientes ventajas para la empresa abastecida por lo siguiente:

- Reduce la inversión en inventarios y el correspondiente costo de oportunidad.
- Reduce los costos de almacenaje.
- Reduce el gasto de salarios al prescindir de almacenes propios.

- Disminuye pérdidas por merma, deterioro y sustracción de bienes al disminuir el exceso de inventario sin utilizarse.

La empresa suministradora del mismo modo obtiene sus ventajas al prestar este servicio; ya que, puede beneficiarse al comprar al por mayor y adquirir financiamiento bancario con más facilidades y con intereses más bajos, así como crédito comercial con mejores condiciones.

Finalmente, la empresa debe optimizar el activo considerado de menor liquidez: el Activo a Largo Plazo, también denominado Activo Fijo Tangible.

La optimización de este activo se encamina mediante el arrendamiento. El alquiler de un activo por arrendamiento operativo o financiero requiere menos inversión que su compra a través de la inversión material.

En este acto aparecen los dos tipos de propiedades: la legal y la económica.

En el contrato de arrendamiento, el arrendador mantiene la propiedad legal sobre el activo, mientras que el arrendatario disfruta de su propiedad económica.

Según la teoría sobre optimización financiera de una empresa, el activo fijo tangible puede optimizarse en el momento de su adquisición o en cualquier momento de su vida económicamente útil.

Es una decisión de inversión la alternativa entre comprar o arrendar un bien, como tampoco deja de ser un activo fijo tangible de la empresa sea cual sea el tipo de propiedad sobre el mismo.

A continuación se exponen las ventajas sobre la decisión de arrendar.

- Se ahorra el importe de la inversión en el activo fijo y se demora de la salida de efectivo, al tener que pagar un importe periódico de alquiler en un tiempo futuro.
- Se disminuyen los recursos monetarios inmovilizados en activo fijo.
- El alquiler es un gasto corriente periódico, el cual es deducible a los efectos del cálculo del Impuesto sobre Utilidades.
- Se reduce la caducidad u obsolescencia del activo fijo tangible.

Para el arrendador también es ventajosa esta acción pues corre por su cuenta el gasto de depreciación, como propietario legal del activo fijo tangible y este gasto es igualmente deducible a los fines fiscales.

El disfrute de la propiedad económica puede convertir a la empresa arrendataria en propietaria legal del mismo al final del período de arrendamiento, si en el contrato de arrendamiento se incluye la cláusula de la opción de compra del activo. Este método se conoce internacionalmente como “leasing”.

Aunque en este caso, el gasto de depreciación en que incurre la empresa arrendadora, no es deducible del Impuesto sobre Utilidades pues los Ministerios de Finanzas o Hacienda no lo consideran como una operación de alquiler sino más bien como una venta a plazo de un bien, a menos que la opción de compra se formalice en un documento distinto del contrato de arrendamiento.

De igual forma, ya se había enunciado en los párrafos anteriores que un activo fijo puede optimizarse en cualquier momento de su vida útil. Este hecho puede lograrse mediante el proceso de “retroversión financiera”.

La retroversión financiera consiste en modificar la forma de financiamiento no óptima, realizada con anterioridad por la empresa, por una forma óptima en que se debió haber realizado desde un inicio.

Acudir a esta técnica permite sustituir un activo fijo obsoleto por otro con más alto desarrollo que haga posible incrementar la productividad y la rentabilidad económica y financiera.

Esta sustitución consiste en la venta del activo fijo tangible sobre el cual la empresa tiene propiedad legal y al mismo tiempo realizar un contrato de arrendamiento simultáneo. De este modo se transfiere la propiedad legal y se mantiene la propiedad económica sobre el activo.

La retroversión financiera descansa sobre la base de un nuevo tipo de financiamiento: el “extra empresarial”, lo que para el Prof. Ravelo Nariño conduce a la creación de un activo “virtual” financiado extraempresarialmente.

Como ya se expuso, la retroversión financiera convierte un bien que funcionaba como activo real de la empresa en un activo virtual de la misma.

Otros autores consideran esta sustitución de activos como una reclasificación del activo fijo tangible al activo fijo intangible.

La autora de este libro considera que cualquiera sea la forma de clasificación a consecuencia del acto de sustitución sobre la propiedad de un bien, permite incrementar la liquidez de la empresa al permitir la conversión en efectivo de un activo a largo plazo que desde su adquisición estuvo funcionando como fijo o permanente.

Y esto último, es lo más relevante pues no solo se desagrega el concepto de propiedad plena sobre un bien, sino que se renueva fundamentalmente el

concepto tradicional de activo fijo, cuestionando su cualidad de la no liquidez y el criterio de que el activo circulante es más líquido que el activo fijo.

A partir de aplicar la retroversión financiera cualquier activo fijo puede convertirse en efectivo líquido. De ahí que la retroversión financiera, a juicio de esta autora sea el instrumento más fuerte de optimización financiera de la empresa.

Todo lo cual hace debatible la propia relación de liquidez y sus componentes.

## **CAPITULO II- Panorama de la situación en el período 2002-2007.**

### **II.1- Particularidades y retos.**

El déficit fiscal cubano obligó a que las empresas aportaran la depreciación acumulada de los activos fijos tangibles. Este hecho dejó de constituir una fuente para la reposición física de los medios productivos y de servicios de las entidades empresariales y para su reproducción ampliada.

Es archiconocido a escala universal que Cuba, está sometida a un intenso bloqueo económico de los Estados Unidos y por esta razón son mayores las dificultades que tiene que afrontar en su comercio con el resto del mundo

En la década de los 90' la dirección de la economía cubana adoptó un modelo de descentralización a raíz del año 1993, cuando fue despenalizada la circulación del dólar de E.E.U.U. en nuestro país.

La inversión extranjera se expandió con la Ley No. 77 en el año 1997 y se logró un resultado económico satisfactorio en sentido general puesto que, la práctica en los años 70' y parte de los 80' siguió aparejada a la costumbre burocrática de tutelar la función de la empresa desde su organismo y el resto de eslabones intermedios, lo cual truncó la iniciativa del director, del contador y del financiero de la empresa.

No obstante, con el crecimiento económico de la década de los 90' y principios del nuevo milenio, también fueron desviados recursos que no contribuían precisamente a elevar el bienestar social y esto hizo que el Gobierno tomara la decisión de centralizar las transacciones en divisas a través de la Resolución No.92/2004 del Banco Central de Cuba no solo desde el momento del pago a los proveedores, sino desde el instante mismo de la confección del contrato. A partir de este momento dejó de circular el dólar de E.E.U.U. en el país y todas las transacciones comenzaron a realizarse en pesos cubanos (cup) y pesos cubanos convertibles (cuc).

En tal sentido, al establecerse una cuenta única para los ingresos en divisas, nos ha llevado nuevamente a la centralización como forma de garantizar el uso correcto de los recursos del Estado, sin tener en cuenta que la tramitación y aprobación centralizada de los pagos en divisas (los cuales no forman parte del excedente económico del país y por otro lado, son de carácter reintegrable) no pueden sustituir en ninguna medida las ventajas que brinda la planificación financiera ni mejorar los problemas de abastecimiento proveedor - empresa ni de financiamiento banco - empresa, sino que esta decisión más bien agrava la eficiencia económica del país. Más, en un ámbito internacional caracterizado por la inmediatez, la competencia y la autonomía de la gestión empresarial. No es difícil imaginar el destino que les depara a aquellas entidades que tienen que solicitar constante autorización a diferentes niveles superiores, además de que dicha centralización provoca un efecto contrario en la autonomía de la empresa, aunque hasta cierto punto se logre canalizar los recursos a nivel superior.

Si nos remontamos al año 1987, con el desarrollo del proceso de “Perfeccionamiento Empresarial”, analizamos que una de las bases de exigencia a la empresa fue cumplir con el Plan de Ingresos y tener la Contabilidad Certificada por el Ministerio de Finanzas y Precios. Es decir, que los importes reflejados en sus Estados Financieros fueran confiables. De ahí que también muchos empresarios consideran que el análisis financiero culmina con el cálculo de algunas razones financieras a partir de la combinación de estos importes. Cuando en realidad, el análisis financiero debe ser una tarea constante y presente para cada decisión gerencial. Por otra parte, actualmente las cifras contenidas en el balance de la empresa, no resultan suficientes para realizar un estudio financiero que, sirva verdaderamente de herramienta eficaz para la administración financiera de la entidad.

Por tanto, podemos llegar a cuestionar si, la medida de centralizar los pagos en divisas, fundamentalmente en cuc, puede incluso entrar en contradicción con el propio proceso de “Perfeccionamiento Empresarial”, hoy llamado Sistema de Dirección y Gestión Empresarial Estatal, incluyendo sus nuevas bases, ya que los ingresos en su totalidad no son del todo cobrables y estos a su vez dependen del conjunto de compras que se autorice a realizar por el Comité de Aprobación de Divisas (CAD), aunque para algunos funcionarios sea solo una medida de la macroeconomía que, supuestamente no debería afectar al sistema empresarial.

En el Capítulo I de este trabajo se nombró el artículo escrito por Dieterich cuando hacía alusión al excedente económico como tema decisivo en toda economía.

El plusproducto cubano lo recibe el Estado y no las transnacionales y habla también como tema “no menos decisivo” de la superestructura política.

La autora considera importante nombrar este artículo, por tener plena vigencia en la panorámica cubana empresarial actual y porque este economista reconocido establece además parámetros que determinan el comportamiento dinámico Partido – Estado y hace un llamado a la necesidad del debate estratégico entre los economistas que permita discutir, alertar y advertir sobre acontecimientos previsibles.

Uno de los problemas más importantes en la gestión financiera diaria de la empresa cubana, es la administración financiera a corto plazo y la carencia de técnicas y métodos de análisis, que consideran a la liquidez, como indicador que mide la capacidad de la entidad para cumplir con sus compromisos de pago según estos se vencen, lo cual es solo una parte relativamente pequeña del conjunto de técnicas utilizables para alcanzar la optimización financiera.

Tampoco podemos excluir la limitación en la disponibilidad de recursos en la empresa, lo cual hace cada vez más difícil, estar en pleno funcionamiento y efectuar eficientemente el cobro del crédito comercial concedido debido a lo cual ha llevado a la cadena de impagos que existe en la economía cubana, así como la

documentación de estas cuentas por cobrar mediante la letra de cambio y el pagaré y el descuento de estos documentos financieros en el conjunto de bancos comerciales.

Otro reto a considerar es que el aporte al Estado, al Presupuesto y a la Caja Central se realiza sobre bases diferentes y sin tomar en cuenta la liquidez de la entidad, ya que, se parte del resultado económico obtenido como rendimiento de la inversión estatal en **cup** y el mismo no se identifica necesariamente con las “utilidades cobradas”. En el caso del aporte en **cuc**, éste se realiza desde un híbrido entre presupuesto y flujo de efectivo, cuyo modelo unifica registros de información con efectos sobre la base de causación y otras sobre la base planificada.

Hace más de 10 años existen en nuestro país dos presupuestos estatales que relejan las dos monedas (cup y cuc) subordinados a dos organismos diferentes de la Administración Central del Estado: Ministerio de Finanzas y Precios y Ministerio de Economía y Planificación, lo cual ha repercutido desfavorablemente para la empresa en el momento de brindar su información financiera.

El Ministerio de Finanzas y Precios como institución legal del país, establece solamente relaciones financieras de la empresa con el Estado, pero no está definido un concepto único de liquidez para el sector empresarial. Pese a lo anterior, al no estar exenta de lo que plantean los autores especializados en la materia, la empresa incluye en sus análisis financieros índices de este tipo, lo realiza sobre bases distintas de acuerdo con la literatura consultada y así son sus interpretaciones.

Sin embargo, la empresa cubana no puede aplicar íntegramente algunos índices como plantean la mayoría de los autores, descontando solamente los inventarios ya que las Normas Cubanas de Contabilidad incluyen dentro del Clasificador Nacional de Cuentas muchas partidas dentro del Activo Circulante que son aplicables de acuerdo con las características propias de cada entidad y que no constituyen precisamente capacidad de pago.

En este sentido, el hecho de que muchos autores realicen el cálculo de la “prueba ácida” descontando solamente los inventarios del Activo Circulante, no quiere decir que la composición de este último, sea la misma en la empresa cubana.

La empresa cubana, en general, concibe como “positivo” el exceso de liquidez para su salud financiera, debido a que el sobrecumplimiento del plan de ingresos constituye un objetivo principal y así lo establecen las bases para el Perfeccionamiento Empresarial pero no tiene en cuenta que, el exceso de liquidez es contrario a la optimización financiera, por el costo de oportunidad que este implica. Además de que muchos gerentes continúan distinguiendo las finanzas exclusivamente como las relaciones entre los cobros y los pagos.

Por otro lado, la información que puede ofrecer un Estado de Situación certificado trae ventajas y desventajas. Las primeras porque podemos calcular índices financieros comparativos que nos pueden servir de guía en un determinado momento, pero las segundas están referidas a que muchos de esos resultados pueden no ser verídicos, fluir a destiempo de la realidad, del momento oportuno para tomar una decisión financiera eficiente.

Por tanto, ante este hecho, el analista financiero debe ser escéptico y buscar información extra a los Estados Financieros para completar su análisis.

La administración del capital de trabajo en la empresa cubana hoy se realiza con un enfoque agresivo, como indicación del nivel superior y no precisamente, como respuesta a una política financiera empresarial cubana, por la ausencia de análisis y desconocimiento de las finanzas empresariales desde una óptica moderna.

A continuación se detallan los principales problemas que atentan contra la liquidez empresarial actual:

- No existe planificación financiera.
- Falta de preparación del administrador financiero para adaptarse a las técnicas financieras modernas, usadas a nivel internacional.
- Medición de la gestión económica de acuerdo con el resultado de su contabilidad, sujeto a una precisa metodología, diferente de un país a otro y no con el resultado de la entrada y la salida de dinero en efectivo.
- Cálculo de los índices a partir de importes reflejados en los Estados Financieros contables, sin tomar en cuenta ninguna otra información adicional.
- Deficiente gestión de cobros y falta de conciliación con los clientes.
- Poco uso de métodos como el factoring, el descuento por pronto pago y la diversificación de actividades.
- Servicios prestados a la Batalla de Ideas, cuyos precios son al costo, reduciendo la posibilidad de obtener utilidades y realizando pagos por cuenta de terceros.
- Déficit monetario.



## II.2- Estudio financiero y resultado.

El conjunto de empresas comerciales que propició este estudio se rige por lo dispuesto en el Código de Comercio y ninguna de ellas se encuentra transitando por el proceso de Perfeccionamiento Empresarial.

La muestra tomada fue de 45 empresas que representan el 44,9% de las actividades comerciales en Cuba realizadas en divisas (según fuentes estadísticas al cierre del año fiscal 2007), con filiales en el extranjero cuyo objeto social es la realización de actividades de carácter comercial, importación y exportación de mercancías en general, prestación de servicios, así como cualquier otra actividad de lícito comercio, permitido por las leyes cubanas en pesos cubanos convertibles (cuc).

El conjunto objeto de estudio e investigación tiene la apropiación de gran parte del mercado nacional y esto permite su agresividad en la política de cobros a los clientes y la facilidad para dilatar los pagos a los proveedores.

El motivo del análisis en este conjunto de empresas comerciales, ha sido la disminución del efectivo en los últimos 5 años y con ello, la disminución continua de la liquidez inmediata, incluso algunas de ellas se encuentran funcionando con un nivel de efectivo inferior al efectivo medio calculado e inclusive, otras operan con sobregiro en Tesorería.

Con relación a esto último, el destino de los ingresos en efectivo prevalece de la siguiente forma:

1ro- Cumplimiento del aporte mensual a la Reserva del Estado.

2do- Honrar las obligaciones por préstamos recibidos.

3ro- Cumplir con el resto de las erogaciones previstas (se incluye proveedores).

Los aportes al Estado se realizan según la disponibilidad financiera por los Estados de Cuenta del Banco y esta constituye la primera obligación para las empresas comerciales analizadas, cuando la relación de la empresa con el Estado es una relación financiera no equivalente y no reintegrable, por tanto estamos ante una fuerte salida de efectivo a considerar en los Estados de Flujo.

Los aportes al Estado se han comportado de la siguiente forma a partir del año 2002 hasta el 2007:

	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Aporte al Estado	211.2	86.6	56.1	91.9	101.0	171.7

Tampoco existe una correcta planificación financiera que, garantice que el ciclo de cobro de sus operaciones, supere el ciclo de pago. En todas las entidades consultadas, era mayor la rotación de las Cuentas por Pagar.

Para conocer la situación financiera se realizó un conjunto de cálculos, sobre la liquidez inmediata, solvencia a corto plazo, índice de endeudamiento y ciclo de operaciones a partir de los Estados Financieros derivados de la Contabilidad. De este modo, se comparó el resultado obtenido en los índices durante los seis años transcurridos (2002 – 2007).

<u>Comportamiento del efectivo desde el año 2002 hasta el año 2007</u>						
						En mmp
<u>Año</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Efectivo	68.8	67.6	65.6	83.4	22.4	93.4
Liquidez	0.64	0.63	0.43	0.58	0.59	0.58
Tesorería	0.29	0.30	0.36	0.43	0.38	0.37

Adicionalmente se hizo un estudio exhaustivo del comportamiento de cada una de las partidas que conforman el capital de trabajo y se analizó el conjunto de causas que originó la disminución del mismo entre los años 2004 y 2005.

Variación del capital de trabajo desde el año 2002 y hasta el año 2007

En mmp

<u>Año</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Capital de trabajo	69.2	83.4	78.9	71.5	73.0	79.6

Obsérvese como disminuye la capacidad de pago a partir del año 2004, período en que predominó el conjunto de transacciones en pesos cubanos convertibles (cuc).

Por otro lado, a simple vista, el lector puede interpretar que, el capital operacional del conjunto de estas empresas ha ido en aumento, lo que puede dar una falsa señal de que la eficiencia y la eficacia igualmente aumentan y esto incrementa el valor de la entidad.

Si el analista se dejara guiar por esta apariencia, entonces no habría necesidad de optimizar financieramente la empresa. Por tanto, el estudio financiero debe desagregar el todo que constituye el Capital de Trabajo y analizar cada uno de sus componentes por separado. De esta forma se logra una valoración más completa

del aumento que ha tenido el capital en operaciones y si dicho incremento responde ciertamente a un mayor rendimiento.

Se realizó también un análisis de la corriente de fondos para localizar exactamente donde estaban ubicados los recursos monetarios inmovilizados y cuales eran sus fuentes de financiamiento.

Basado en lo anterior, el resultado del análisis fue que, el incremento de las cuentas por cobrar es superior al porcentaje de incremento de las ventas, lo cual revela una deficiente gestión de cobro en cada una de las entidades estudiadas y así pudo constatare en reuniones posteriores con los comerciales y gerentes de cada una de ellas.

Muchos de los administrativos consideran natural mantener las ventas pendientes de cobro, mientras los ingresos siguen elevándose, sin advertir que esta es también una decisión financiera importante para lograr liquidez y que, como tal, requiere de un estudio para calcular el costo que ello lleva implícito por otorgar un crédito comercial y los beneficios que concede el descuento por pronto pago o el factoraje de los adeudos de los clientes.

También se observa carencia de conciencia suficiente sobre la importancia de las finanzas empresariales, el gerente se informa del capital de trabajo como un indicador más y no como un conjunto de activos circulantes cuya acertada gestión lo convierte en el factor determinante de la posición de liquidez de la empresa y de la efectividad de su ciclo de operaciones.

Se determinó un importe significativo de efectivo inmovilizado en las mercancías almacenadas que, denota una inadecuada administración del inventario de activo circulante por observarse al mismo tiempo un incremento de una parte de las compras. Lo anterior también implicó aumento del costo de oportunidad en esta inversión y un incremento de los faltantes y pérdidas de bienes.

Debido a la baja liquidez de estas empresas y viéndose en peligro el cumplimiento del aporte al Estado, la gerencia determinó establecer límites para las compras con el objetivo de lograr primero, la salida de las grandes reservas de mercancías y segundo, agilizar los cobros pendientes a los clientes por las ventas realizadas.

Transcurridos unos meses, se comenzó también a limitar mensualmente el pago a los proveedores, de acuerdo con la fecha de vencimiento de los compromisos contraídos, como una forma más segura de garantizar que, se cumpliera el plan de aporte de efectivo al Estado en su calidad de dueño, aunque esta obligación no se exponga como un pasivo corriente de acuerdo con su grado de exigibilidad.

Hasta aquí resulta esencial que los administradores financieros comprendan que, cada uno de los activos circulantes debe gestionarse de manera eficiente para mantener la liquidez de la empresa, sin conservar mientras un nivel demasiado

alto de cualquiera de ellos, pero sí importes aceptables, para que el flujo de operaciones a corto plazo, sea exitoso desde el punto de vista financiero.

El comportamiento real de la inversión en activos fijos muestra una línea ascendente, mientras que los índices de liquidez y tesorería descienden cada vez más.

	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Activo Fijo	2.8	19.8	147.4	313.3	384.2	380.1

El 60% del plan agregado de estas empresas durante el año 2007 estuvo destinado a inversiones materiales, sin haberse realizado un análisis de factibilidad profundo y un análisis de los costos, obviándose el llamado “costo hundido” que, no se aprecia ante una nueva alternativa de inversión y considerar además el costo de oportunidad para hacer más comparativa la selección, lo cual tampoco se hace. No se toma el efecto del tiempo sobre el valor del dinero y por tanto, no se considera los valores actual y futuro en la validación de las diferentes opciones.

Esto quiere decir, que la mayor parte del dinero invertido queda inmovilizado sin tener en cuenta el tiempo que dure la recuperación de cada una de las inversiones que se realizan.

En resumen, no existe un sistema de costo en ninguna de las empresas estudiadas. Si se compra un lote de mercancías, del cual solamente puede venderse la mitad, porque el producto no tuvo la salida esperada, o por una decisión gubernamental, dicho producto no pudo salir al mercado, entonces se busca otras alternativas, sin tener en cuenta el costo o pérdida de las mercancías que no se vendieron (costos hundidos), lo cual en ocasiones, hace errada la selección de la mejor opción.

Sin embargo, no se incurre en pérdida económica por cuanto como medida se elevan los precios de las mercancías puestas en el mercado y de esta forma, se cumple con el plan de ingresos.

El costo de oportunidad en que se incurre por mantener retenido el efectivo en el Banco, la variabilidad de los flujos de efectivo, el desarrollo de nuevos productos financieros, el movimiento electrónico de fondos a través de medios computarizados, la inversión en activos fijos, la desmedida compra de inventarios y el objetivo de transferir continuamente más dinero al Estado en su calidad de dueño, son los principales factores que han incidido en la insuficiencia monetaria de estas empresas.

Se ha podido constatar que, muchas de las entidades estudiadas no realizan un análisis posterior a la confección de los Estados Financieros contables y otras,

consideran que, el cálculo de algunos índices es la culminación de un “análisis financiero”.

Muchos administradores financieros, incluso, parten en sus análisis de un Estado Financiero resumido, pero el análisis alcanza mayor objetividad cuando se desagrega toda la información que el mismo contiene.

Tampoco se confecciona el Estado de Flujo de Efectivo y por tanto, las finanzas no cumplen su función de maximizar el valor de la empresa, ni pueden evaluar la relación riesgo – rendimiento esperado. En muchas ocasiones asignan financiamiento propio a un activo cuya existencia ya no se justifica, desde el momento mismo que, no genera beneficio económico alguno para la entidad, comprometiendo de esta forma la propia liquidez en su definición de “capacidad para convertir un activo en efectivo”, a menos que se tome una decisión financiera que contribuya a este objetivo.

Con relación al inventario de activo circulante, existen dos factores fundamentales que atentan contra la optimización del mismo. Por un lado, asiste una ineficiente política comercial (factor interno) y por otro lado, obedece a la entrada de productos orientados a decisiones políticas (factor externo) y que la empresa tiene orientado asumir.

Adicionalmente, existe una estructura financiera desfavorable en cada una de las entidades donde la razón Pasivo / Capital es de 40/60, contrario a la estructura de financiamiento óptima sugerida por la mayoría de los autores consultados, con lo cual la autora concuerda dado que, el financiamiento ajeno es menos costoso que el financiamiento con recursos propios, aunque este último sea de menor riesgo financiero.

El financiamiento ajeno cada vez tiene menos participación en el total de los activos de estas empresas, mientras que aumenta la acumulación del Capital Gerencial, lo cual hace que se desequilibre cada vez más, la estructura financiera de estas empresas.

U.M: en mmp

	<u>2002</u>	%	<u>2003</u>	%	<u>2004</u>	%	<u>2005</u>	%	<u>2006</u>	%	<u>2007</u>	%
Activo	695.3	100	724.6	100	837.8	100	803.8	100	814.2	100	783.6	100
Pasivo	374.0	54	376.6	52	363.8	43	313.6	39	328.6	38	298.1	38
Capital	321.3	46	348.0	48	474.0	57	490.2	61	485.6	62	485.6	62

A la empresa le resulta mucho más fácil recurrir al crédito comercial que al bancario por el hecho de que este último es más costoso para la misma por el pago de intereses.

Para evaluar estas alternativas es preciso calcular el costo de la deuda y comparar sus costos de interés, lo cual no se realiza en ninguna de las empresas estudiadas.

El enfoque del análisis de las finanzas de la empresa ha cambiado a través del tiempo y la preocupación de todo administrador financiero debe ser la mejor combinación en su estructura de financiamiento para lograr mantener el equilibrio.

Durante estos 6 años también ha disminuido la rentabilidad, tanto la económica como la financiera, de un año con relación a otro. En el caso de la rentabilidad económica, esta disminuye en un 2% pero la financiera disminuye en un 4% al disminuir las utilidades y su rendimiento sobre el capital gerencial, sobre lo cual la autora también alertó a la administración de cada empresa.

De la misma forma, especialistas en matemática realizaron un análisis de coyuntura, basado en el estudio de los ciclos económicos que constituyen las fluctuaciones en los ritmos de crecimiento de las series temporales, en este caso, del total de efectivo de estas empresas, llamado también ciclo – tendencia y con esto poder extraer el pronóstico para los próximos años. Para esto fue utilizado el modelo estadístico ARIMA, basado en estadígrafos a corto plazo. Esta técnica de análisis se está utilizando con éxito en los países desarrollados desde el año 1980.

El propósito inicial fue detectar el inicio de coyunturas de aceleración significativas para incrementar las existencias de sus inventarios o el inicio de una desaceleración significativa, que permita disminuir a tiempo los inventarios, reducir los gastos y poder enfrentar la disminución de la demanda del mercado.

La autora solicitó este análisis en su investigación para poder desestacionalizar los ritmos de crecimiento y decrecimiento que se producían en el total del efectivo del conjunto de estas empresas para conocer el pronóstico de tendencia para los próximos dos años (2008 y 2009).

Cuando se habla de “desestacionalizar”, se refiere a la eliminación de los mínimos y máximos cíclicos que generalmente responden a las coyunturas de aceleración y desaceleración, llamados también “picos” si se observan gráficamente.

Una vez que fue determinada la estacionalidad del efectivo, el resultado del pronóstico fue una tendencia decreciente hasta el año 2009, incluso incurriéndose en un déficit de efectivo que pudiera ser eliminado si se tomaran medidas que revirtieran este resultado, lo cual reduciría extraordinariamente el riesgo de insolvencia para estas entidades.

La tenencia de efectivo, incluso su disminución no es alarmante siempre que, se encuentre dentro del límite aceptable u óptimo, o sea, no incurrir en costo de oportunidad, ni operar por debajo de su nivel medio. Pero la desaceleración sucesiva demostrada en los últimos 3 años si es objeto de análisis, más aún

cuando el resultado de los modelos matemáticos aplicados indica en sus estadígrafos una tendencia descendiente que, implica ya un déficit monetario para el año 2009.

### **II.3- Factores determinantes de la disminución de la liquidez en el conjunto de empresas comerciales estudiadas.**

La disminución de la liquidez en estas empresas no obedece a la ausencia de financiamiento ajeno porque de hecho existe.

Se puede afirmar que dentro de las principales causas de la desaceleración misma del efectivo desde el año 2002 hasta el 2007, amén de que la destrucción de las Torres Gemelas en los Estados Unidos en Septiembre del 2001 fue una razón más que suficiente para desequilibrar la economía mundial y que tampoco podemos descartar en nuestros análisis, residen la inversión en activos fijos, la compra de mercancías, la incorrecta planeación financiera y la prioridad del aporte al Estado como dueño. En otro orden de exposición, incluso también el exceso de financiamiento propio que existe en estas empresas, que en su mayoría duplica el importe del financiamiento ajeno.

Como ya se señaló en el punto anterior, el 60% del plan de estas empresas representa inversiones materiales.

También a comienzos del último decenio se produjo una recuperación del comercio, pero a partir del año 2004 éste decae por la centralización de los ingresos en divisa y el surgimiento de una cuenta única. Comenzó la demora en las transacciones comerciales y el retiro de importantes proveedores, disminuyendo así las ventas, las cuales dependen a su vez del plan de compras, como ya hemos dicho.

Independientemente de esto, las entidades continuaron comprando inventarios y acumulando en ellos recursos monetarios, mientras sucedían los meses y no tenían la correspondiente salida a la venta. A lo anterior se suma, el efecto de mercancías nominalizadas y orientadas a abonar por cuenta de terceros, debido a la coyuntura del mercado bloqueado económicamente para el comercio de la Isla de Cuba, lo cual eleva irremediabilmente el nivel del inventario del Activo Circulante, proclive a las pérdidas y faltantes.

Otra de las causas que hace posible la insuficiencia monetaria es la ausencia de análisis financieros en la empresa, reduciendo la interpretación de los Estados Financieros solamente al resultado económico obtenido.

Se encuentra alguno que otro empresario que calcula el índice o ratio de liquidez, pero cada cual de acuerdo a una bibliografía diferente y por tanto, son diferentes

también sus resultados y no proceden a los fines comparativos entre una empresa y otra.

Aquí la autora considera que subsisten otros factores que coexisten con esta causa y los menciona a continuación.

No se realiza análisis financiero profundo además la información que brindan los Estados Financieros está limitada, por lo siguiente:

- No se refleja el conjunto de hechos que, ocurren en el mundo económico y financiero del negocio que se trata.
- El registro contable de las operaciones económicas, está influenciado por distintas metodologías en gran medida, expresadas por el factor subjetivo.
- Existen discrepancias en la interpretación de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados y de las Normas Cubanas de Contabilidad.
- No hay homogeneidad en los métodos de valoración y en el cálculo de los índices que permitan la comparación entre negocios de una misma rama.
- Los hechos registrados muestran cifras valoradas a costos históricos.
- No se toma en cuenta el efecto del tiempo sobre el valor del dinero.

Al margen de lo anterior, persisten otros elementos a tomar en consideración y que afectan el desarrollo de un estudio financiero. Estos son:

- Insuficiente dominio de las técnicas modernas de administración financiera.
- Incultura científico - técnica para procesar cualquier información a partir de la confección de los Estados Financieros derivados de la Contabilidad.
- Gestión financiera pasiva, no vinculada al estudio económico – financiero desarrollada en el último tercio del pasado siglo XX.
- Ausencia de la planeación financiera como algo estratégico.
- No se confecciona el Estado de Flujo de Efectivo.
- No está implementado aún la Administración Financiera, como forma activa de administración de la empresa.

La función financiera de la empresa hoy, tiene un papel preponderante, la misma proporciona medios para disponer las medidas correctoras para subsanar errores cometidos por la administración de otras áreas. Esto, convierte a la gestión financiera en la consejera principal para tomar cualquier decisión en la empresa.



Lo que antecede también es consecuencia de que el Estado Cubano no ha dictado una política financiera para su sistema empresarial que no consista solamente en el establecimiento de normas que rijan las relaciones financieras entre este y la empresa.

El Ministerio de Finanzas y Precios como institución financiera legal del país solo establece relaciones financieras entre la empresa y el Presupuesto del Estado que funciona solo en pesos cubanos no convertibles (cup).

En Cuba no está definido un concepto único de liquidez para la actividad empresarial. Los administradores financieros que incluyen en sus análisis índices de este tipo, lo realizan sobre bases diferentes y así es su interpretación.

Generalmente se confunde la liquidez con la solvencia y esta última se mezcla con la de corto y largo plazo, desorientando la información financiera que se brinda a la administración de la empresa.

Para estos empresarios que calculan indistintamente un índice de liquidez, resulta de vital importancia el resultado del mismo, sin saber que la "liquidez de la empresa" es mucho más amplia que la información que pueda ofrecer un índice por sí mismo.

Y llaman "análisis financiero" al cálculo de varios índices después de cada cierre contable, sin tener en cuenta la previsión futura y otros elementos a considerar en un estudio financiero.

El análisis financiero es un término mucho más amplio que el simple cálculo de algunos índices y este debe estar siempre presente en cada decisión gerencial.

La existencia de la dualidad monetaria en el país a partir del año 1993, también va en detrimento del coeficiente de la liquidez empresarial, donde existe predominio de solvencia a corto plazo en pesos cubanos no convertibles (cup) pero, no así en pesos convertibles (cuc) y sin embargo, el pago del Impuesto sobre Utilidades en estas entidades es en cup, independientemente de lo establecido en el Artículo 70 de la Resolución No. 379/2003 del Ministerio de Finanzas y Precios que establece el pago del impuesto de acuerdo con la composición de las monedas en sus ingresos.

De otra parte, la obligación mensual de aportar al Estado, condujo a realizar esto de acuerdo con la disponibilidad financiera diaria, según los Estados de Cuenta del Banco y las obligaciones inmediatas. Estas últimas con un tope límite dentro del mes con el objeto de poder cumplir primero con el compromiso hecho con el Estado.

El aporte al Estado que realizan estas entidades, muchas veces con una frecuencia quincenal, se hace de la siguiente forma:

Utilidad del período

Más:

- Depreciación de activos fijos tangibles
- Amortización de activos fijos intangibles
- Amortización de cargos diferidos

Menos:

- Amortización de préstamos recibidos
- Disminución del capital de trabajo
- Gastos gubernamentales

Sin embargo, la depreciación aunque es un gasto no desembolsado por su naturaleza, se aporta también al Estado, disminuyendo la fuente de reposición de los activos fijos y el aporte mismo se realiza a partir de las utilidades obtenidas, sin haberse cobrado la totalidad de lo vendido que, incluye esta depreciación.

## **CAPITULO III- Propuesta de procedimiento y metodología financiera para gestionar la liquidez hasta un límite de riesgo aceptable.**

### **III.1- Métodos de optimización financiera de la empresa.**

Las finanzas no son solo relaciones entre “cobros” y “pagos”. Desde la segunda mitad del siglo XX, los especialistas Franco Modigliani y Merton H. Miller estudiaban la estructura de capital y los problemas de valuación. Otros autores de reconocido prestigio también han hecho su aporte a esta materia, así hasta constituirse lo que hoy se reconoce como teoría financiera moderna, como ya se ha explicado en el Capítulo I de este libro.

El vuelco que han tenido las finanzas en la práctica económica de nuestros días, ha hecho que esta ciencia tenga un desarrollo dinámico.

La optimización financiera ha logrado avances significativos a escala internacional, sin embargo, sus resultados resaltan más en países desarrollados, cuando en los que están en vías de desarrollo como el nuestro, donde urge el incremento del nivel de efectivo, preferiblemente, divisas, su aplicación es todavía insuficiente.

En México por ejemplo, existe incluso una Asociación de Factoraje Financiero y Actividades similares (AMEFAC), lo cual demuestra el uso que se le da a esta opción sumamente útil en condiciones en la que existe una fuerte restricción de la liquidez empresarial.

El **factoring** como alternativa, también reduce los gastos financieros en los cuales se incurre por servicios bancarios y canje de moneda. Desde el punto de vista económico, reduce el ciclo de la operación financiera de la empresa lo que proporciona una mejor posición monetaria y además limita el riesgo por las cuentas incobrables.

Concretamente, habilita a la gerencia la posibilidad de atención a nuevos sectores y mercados con nuevos productos, favorece la imagen comercial de la empresa y cede espacio y tiempo para que el empresario pueda dedicarse más al desarrollo de su negocio.

La adopción del **inventario cero** ofrece la oportunidad a empresas abastecedora de suministrar “justo a tiempo” las necesidades de inventario de la empresa abastecida y optimizada financieramente, al eliminar el costo de oportunidad cuando la inversión en el inventario de activo circulante se sustituye por un conjunto de contratos de suministro “justo a tiempo”.

Este método permite además la reducción de las mermas y pérdidas en los almacenes de la empresa que elige este método de optimización financiera.

Otro método utilizado es la **retroversión financiera** mediante el cual se venden activos fijos al mismo tiempo que se contratan arrendamientos de los propios activos vendidos, lo que reduce sustancialmente la inversión financiera, con el correspondiente ahorro del costo de oportunidad para el vendedor – arrendatario y del impuesto sobre utilidades para el comprador - arrendador.

El método de la **Confirmación** es menos utilizado y consiste en la solicitud del cliente a la institución financiera que se encargará de gestionar el pago de las deudas contraídas por la empresa compradora.

Se llama así, porque la institución financiera asume y asegura el pago de las facturas a los proveedores.

Este tipo de servicio financiero brinda alternativas de cobro para los proveedores, con un mínimo de costo.

Para el comprador es también ventajoso pues simplifica el registro de las obligaciones de pago a los proveedores y mejora la gestión de tesorería.

Este servicio financiero generalmente es utilizado por las mismas entidades que ofrecen el servicio de factoring.

### III.2 - Procedimiento para gestionar la liquidez en la empresa

La situación actual de las finanzas empresariales, la propia necesidad de incrementar el dinero y elevar con ello el bienestar social y personal tanto en bienes tangibles como en servicios, obliga al establecimiento de un procedimiento que permita usar métodos para optimizar las finanzas de la empresa.

De la misma forma que el Sistema Nacional de Contabilidad Cubano dejó de existir en el año 1993 para convertirse en las Normas Cubanas de Contabilidad por la necesidad de Cuba de poderse insertar en el mercado mundial y lograr adaptarse a los estándares internacionales, la concepción financiera empresarial de hoy debe ser desplazada por las finanzas en su concepción moderna para todas las empresas del país. Y este propósito no puede materializarse sin la introducción y aplicación de los métodos y técnicas modernos de administración, utilizando la optimización financiera.

A lo anterior también lo precede y condiciona decisiones de Gobierno y medidas operativas que convierten en líquido activos considerados de lenta rotación, que pueden incluso manifestar cambios en la exposición de los activos que se reflejan en los Estados Financieros en el orden de los más líquidos a los menos líquidos.

En su libro “Economía y reforma económica en Cuba”, su autor Diezmar Dirmoser plantea: “Si bien es cierto que, conceptualmente, todo intento de iniciar un proceso de reestructuración del sector monetario – financiero, sin antes modificar o definir el esquema de funcionamiento de la economía real, podría resultar prematuro al estar erigiendo una superestructura sin contar con la necesaria infraestructura, no es menos cierto que para la realidad nacional actual es preciso realizar algunas reconsideraciones...”

Y aquí este autor reflexiona sobre un proceso de descentralización y desregularización que, despuntaba a partir del año 1994 y que, esto había posibilitado unas finanzas más equilibradas “pero su materialización requerirá necesariamente el rescate de los puntos de referencia de la eficiencia económica, cuya viabilidad se vincula con un adecuado entorno financiero que, paulatinamente, genere condiciones de <<restricciones financieras (presupuestarias) fuertes>> en el funcionamiento de la microeconomía..”

Y más adelante plantea: “En Cuba, el sistema financiero, en su sentido más amplio, se caracteriza por ser notablemente rudimentario cuando no <<primitivo>>....”

Por otra parte Diezmar expresa: “...un funcionamiento cada vez más descentralizado puede fomentar nuevos desequilibrios o agudizar los ya existentes e incluso dar lugar a nuevos <<desbordamientos de liquidez>>.”

Claro que él no se estaba refiriendo exactamente a la liquidez empresarial, sino hacia el exceso de circulación monetaria, pero el precio en las ventas minoristas dependen de la demanda solvente y esta misma variable condiciona a su vez los ingresos reales de los trabajadores: salario real y el cobro para la actividad empresarial.

La mayor fuente de financiamiento para el Estado Cubano como dueño, antes de la existencia del Sistema Tributario en Cuba, era el aporte en efectivo de la empresa desde su ganancia y para dar continuidad a esto debe conservar su necesaria liquidez.

Cada inversionista que compra acciones “está adquiriendo una proporción directa de los riesgos de la empresa”, según los planteamientos de los autores Brealey y Myers. Por tanto, el Estado Cubano como inversionista también adquiere una parte del riesgo de la empresa pública en la que invierte.

La experiencia práctica laboral de la autora, reconoce que todavía no existe conciencia sobre los métodos y técnicas modernos de administración financiera en la mayoría de los empresarios cubanos, lamentablemente tampoco en los que dirigen el área económica.

Muchas son las entidades que a simple vista tienen una solvencia que supera los resultados aceptables para su buen funcionamiento, mas su capacidad de pago es poca, incluso en su flujo financiero pudiera hasta encontrarse un déficit monetario, resultando aparente el exceso de liquidez determinado con anterioridad.

Un análisis superficial de los Estados Financieros para comparar un período con otro, en ocasiones, resulta evidente para muchos dirigentes quienes piensan que con ello se puede llegar a conclusiones definitivas sobre la evolución de su negocio. Con todo, la experiencia de algunos economistas ha demostrado que, un conjunto de índices no es la única forma de medir la eficiencia de la administración financiera.

Además de encontrarnos muchas veces ante errores en la clasificación de activos y pasivos corrientes que, hacen que se distorsionen los resultados de estos cálculos.

Conocemos de las condiciones que enmarcan a la empresa cubana por existir un bloqueo económico de medio siglo que, implica restricciones para nuestra participación en el mercado mundial. Sin embargo, no podemos desechar las ventajas que ofrece Internet y la radicación de entidades cubanas en el extranjero, para llevar a cabo métodos que propician la optimización de las finanzas empresariales.

Para cumplir con el objetivo de este libro, pensamos en un procedimiento que aúne una serie de conceptos y métodos que, coadyuvan a lograr un nivel de liquidez empresarial aceptable.

Primero es necesario partir del cálculo de la capacidad inmediata de pago y comprobar luego si la empresa está funcionando cerca de su efectivo medio ya que, si existiera exceso de liquidez con un nivel de efectivo superior al máximo aceptable, la medida a tomar sería reducir el costo de oportunidad por la tenencia de efectivo, minimizando el mismo. En el caso de haber déficit monetario, el método a aplicar sería optimizar financieramente todo activo que encierra inmovilidad de recursos monetarios.

Al estudiar el Nomenclador de Cuentas de una empresa cubana, observamos distintas partidas con contenidos económicos diferentes a los de las cuentas por cobrar y la casi inexistencia de valores negociables. De ahí que, para conocer una razón inmediata de liquidez, la autora sugiere descontar del Activo Circulante, otras partidas además de los inventarios, que no son tan líquidas o no hay posibilidad real de convertirlos en activos líquidos en el período de un año, por ejemplo: pagos anticipados a proveedores y reclamaciones o adeudos al Presupuesto del Estado.

No existe un modelo internacional único de índices financieros. Cuenta mucho más un poco de lógica y sentido común que una aplicación ciega de fórmulas.

Sin embargo, para Brealey el resultado del índice de liquidez puede interpretarse como la facilidad que tiene la empresa para apoyarse sobre su tesorería. En este sentido, cabe la interrogante sobre si aplicásemos esto a empresas cubanas donde hay escasez en los niveles de tesorería, ¿ante qué liquidez estamos?: ante aquella que está justo en manos de los clientes y no de la empresa.

Si se aplicara un tipo de prueba ácida como liquidez inmediata en los análisis financieros, la empresa pudiera prevenir cualquier insolvencia y tomar las decisiones pertinentes, actuando sobre las partidas que se requieren con el objetivo de lograr y mantener una adecuada administración financiera de su activo.

En correspondencia con las Normas Cubanas de Contabilidad, entendemos como activo circulante más líquido el que se detalla en el numerador del siguiente cociente.

$$\text{Índice de liquidez} = \frac{\text{Efectivo y equivalentes} + \text{Valores negociables} + \text{Cuentas y efectos por cobrar} + \text{Anticipos a justificar} + \text{Préstamos por cobrar}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

El resultado de este índice se considera aceptable, de acuerdo con las características de cada entidad. En el caso del conjunto de las empresas analizadas, si el resultado era igual o mayor a 0.7, la empresa presenta buena liquidez para responder a los pactos de pago con los proveedores, según orientaciones del Ministerio de Finanzas y Precios.

De cualquier forma, el resultado que pueden ofrecer los índices financieros, no es exacto ni oportuno, como tampoco constituye un fin en sí mismo, por lo cual puede existir discrepancia entre un índice y otro.

De igual forma, más que un resultado investigativo, este libro invita a una nueva metodología, dejamos este camino para otra investigación sobre el análisis de la liquidez real de una empresa.

No obstante y a juicio de la autora, si este índice se aplicara a la cifra planificada para realizar el aporte al Estado, el cálculo sería el siguiente:

$$\begin{array}{lcl} \text{Índice} & * & \text{Aporte} \\ \text{de liquidez} & & \text{Planificado} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Cifra planificada de Aporte considerando la liquidez} \\ \text{realmente disponible en la empresa} \end{array}$$

Es decir, tomando en consideración el índice para el cálculo del Aporte se obtiene un importe menor al que actualmente se fija como compromiso con el Estado.

Por consiguiente, la cifra planificada de Aporte que se obtiene varía en dependencia del resultado del índice de liquidez calculado. Si el índice muestra un valor menor que 1, evidentemente disminuyen las posibilidades de cumplir con el aporte planificado al Estado. Si por el contrario, el nuevo índice de liquidez calculado muestra un valor mayor que 1, la empresa se encuentra en condiciones de aportar más al Estado conforme a su liquidez.

Se toma la unidad como medida de comparación por ser el límite reconocido por la literatura para asegurar la capacidad de la empresa para cumplir con todas sus obligaciones a corto plazo, lo que por supuesto implica el pago a los proveedores.

En ningún momento se ha sustituido la obligación del aporte al Estado, solo que se ha calculado el mismo en correlación con la liquidez empresarial.

La intención tampoco ha sido reducir la participación del Estado sino promover una organización en cuanto el aporte en efectivo que realiza la empresa por ser este su principal objetivo y establecer proporciones que deben analizarse antes de efectuar dicho aporte, custodiando la conservación de la liquidez en los niveles aceptables, contribuyendo a la elevación de la rentabilidad económica y financiera de la empresa.

En el Capítulo primero se habla del excedente económico. La autora comparte el criterio del reconocido economista Raúl Prebisch en cuanto a que es mejor socializar este “excedente” a través del “establecimiento de una disciplina de acumulación” pero solamente tendrían responsabilidades redistributivas aquellas empresas que derivan la mayor parte del excedente, por concentrar una fuerte proporción de los medios productivos.

Sin embargo, el Artículo 596 del Capítulo XIV del Decreto 281 del Comité Ejecutivo del Consejo de Ministros sobre el nuevo Sistema de Dirección y Gestión



Empresarial prohíbe la redistribución por la organización superior de dirección del resultado económico negativo de una de sus unidades empresariales hacia el resto que la integra, sino que debe aportarse al Estado en su calidad de Fisco el total del resultado económico positivo obtenido en el resto de sus entidades, sea cual fuera la liquidez de la misma.

La solución también debe estar encauzada hacia la confección del Estado de Flujo de Efectivo que, pese a su establecimiento por las Normas Cubanas de Contabilidad, como un Estado Financiero más de uso obligatorio, la empresa cubana aún no lo ha introducido como tal dentro de la información financiera que rinde a las instancias superiores, ni para usanza misma en el análisis futuro de sus decisiones financieras.

Mejor aún es, confeccionar por parte de la empresa un Presupuesto Financiero para varios escenarios, lo cual tampoco se hace.

Nunca ha sido el objetivo de todo lo aquí escrito, desacreditar la liquidez como indicador financiero básico, sino señalar que su aplicación es más estrecha de lo que popularmente se conoce como “Activo Circulante – Inventarios”.

Además la liquidez empresarial medida tradicionalmente como tal, es más útil para las instituciones bancarias que para la propia empresa, incluso para los proveedores, quienes necesitan la garantía de cobrar el crédito comercial concedido.

La liquidez empresarial como se expresó en el Capítulo II, es considerada como un fin en sí misma por algunos empresarios, cuando en realidad hay que buscarla en todas las partidas desagregadas del Estado de Situación de la empresa y hacer un estudio profundo de cada parte.

En eso precisamente consiste el análisis financiero, en la separación de todo el conjunto de cifras que, se concentra en el Estado de Situación.

Este análisis debe estar siempre presente en cada decisión que se tome por la administración, como así fue señalado ya en el capítulo anterior.

Por otra parte, toda Norma Financiera plantea que, ningún acuerdo internacional debe menoscabar la capacidad de cada Estado para diseñar sus políticas monetaria y financiera, para el desarrollo y bienestar de su pueblo.

Sobre este derecho, a cada Estado le corresponde entonces tomar un conjunto de medidas de carácter fiscal, monetario y en ocasiones, inversionista, como guía para impulsar actitudes adecuadas en pos del desarrollo económico de su país.

El Estado debe hacer orientaciones indicativas, interesado en el bienestar de la sociedad en general en el orden de lograr una redistribución equitativa del ingreso nacional.

El decremento de liquidez en la empresa cubana y la desestimulación del empresario, sin una visión futurista de su reproducción ampliada ocasionan los siguientes efectos a nivel nacional:

- Debilita el incentivo de la actividad económica.
- Determina un empleo ineficaz de los recursos económicos.
- Trae como consecuencia el crecimiento de los recursos monetarios inmovilizados y la disminución de las fuentes de financiamiento.

Todo lo anterior implica disminución de los ingresos reales.

Desde el punto de vista de la empresa, la falta de liquidez significa desaprovechar las oportunidades ventajosas que pudieran presentarse e implica una limitación de la libertad de acción y de elección por parte de la dirección de la entidad.

La cadena de impago en Cuba provocada por la ausencia de liquidez en la empresa, se recrudece a partir de la utilización de las letras de cambio que no están avaladas por el Banco y que esta institución a su vez, no se responsabiliza en avalarlas, para no correr con la penalización e insolvencia actual de la misma.

Sin embargo, tomando en consideración el uso obligatorio por parte de todas las entidades del país, del Flujo de Efectivo, como un Estado Financiero obligatorio más según las Normas Cubanas de Contabilidad, podemos conocer la liquidez real a partir de sus propios resultados tomando como denominador las utilidades y las ventas.

Por otra parte, hoy existe otra desventaja para el cálculo de la liquidez, la exclusión del activo fijo que de acuerdo con la aplicación de métodos como el arrendamiento y la retroversión financiera, se puede hacer incluso, más líquido que el conjunto de las propias cuentas por cobrar.

Asimismo, el índice de endeudamiento es único para cada empresa, de acuerdo con la actividad que esta realice. En este sentido, la empresa puede decidir su estructura financiera en cuanto a la participación de los acreedores y su proporción con el capital propio, de forma tal de lograrse la optimización financiera puesto que, hasta ahora, no se ha conseguido definir en teoría cuál es exactamente la estructura financiera óptima de una empresa.

Además de existir otros factores para la empresa cubana como la estructura y riesgo económico, la insolvencia generalizada, la composición de sus activos, la situación fiscal y el aporte al Estado como dueño, así como otras decisiones gubernamentales que inciden en la administración de las finanzas empresariales.

En este nuevo siglo se ha desarrollado otros trabajos investigativos que, confirman las particularidades del sistema empresarial cubano.

Hasta el año 2001 predominaba en la empresa cubana el financiamiento a corto plazo, notándose la hegemonía de las cuentas por pagar, seguidos por los impuestos y otras obligaciones con el Estado, por ser el medio menos costoso para obtener recursos pero por otro lado, esta opción de financiamiento es igualmente la de mayor riesgo financiero.

La empresa cubana utiliza más el crédito comercial que el bancario, como un modo de agilizar sus operaciones, pues el segundo obstaculiza las transacciones y afecta el resultado económico de la empresa.

Sin embargo, la disminución de la rentabilidad económica por el gasto en que se incurre por el pago de los intereses, si se solicitara un préstamo bancario, sería un gasto deducible para el cálculo del impuesto sobre utilidades, lo cual coadyuva a incrementar la liquidez empresarial.

En las empresas que se estudiaron cuyo resultado motivó este trabajo, observamos el bajo índice de endeudamiento que existe en las mismas y la gran acumulación de capital.

Partiendo de este enfoque, cabe entonces la pregunta, de si la optimización del activo precede a la optimización de la estructura financiera de la empresa.

La respuesta sería afirmativa, si se puede minimizar el Activo de la empresa y consecuentemente, reducir la participación de los dueños en este financiamiento, a través del uso de diferentes métodos que aplicamos en el período de la investigación.

El nuevo Sistema de Dirección y Gestión Empresarial a través del Decreto 281, Capítulo XIV Sistema de Relaciones Financieras, plantea en su artículo 593 como uno de sus objetivos: “asimilar la técnica internacional, aceptada en materia de administración financiera empresarial.”

Aplicar estos métodos es una forma de desacumular el capital gerencial visto en las empresas estudiadas.

Ninguna teoría es perfecta. En nuestro caso procedimos al cálculo de la liquidez, observando que, si se estableciera una relación para el aporte al Estado tomando en cuenta el nivel de tesorería, disminuiría el riesgo de insolvencia.

Luego de obtener estos resultados, procedimos a esbozar el ahorro o incremento de efectivo, por la optimización financiera de la empresa a partir de sus activos.

La primera partida a estudiar es lógicamente el Efectivo que, para nosotros constituye la partida más importante del Activo y su incremento es consecuencia a su vez de la optimización del resto de las partidas que conforman este grupo, tal como fue anunciado en el primer Capítulo.

La primera técnica aplicada en este sentido fue el cálculo del Saldo Promedio de Efectivo, ya que, ninguna de las empresas estudiadas tiene inversión en valores negociables, haciéndose nula la fórmula del modelo Miller – Orr.

El resultado de este cálculo determinó un déficit monetario con relación al efectivo medio, con que debe operar cada una de estas empresas y esto reveló la necesidad de optimizar financieramente los activos de la empresa e incrementar los niveles de tesorería. Esta combinación de técnicas contribuye a elevar la liquidez deprimida en el conjunto de empresas.

La segunda acción consiste en verificar el importe de las Cuentas por Cobrar según las edades y verificar su variación respecto a las ventas.

Se observa es una variación positiva. Este incremento de las cuentas por cobrar evidencia que se ha dejado de cobrar mucho más de lo que se ha vendido, lo que también puede verificarse a través del siguiente cociente:

$$\frac{\text{Flujo de Efectivo en operaciones}}{\text{Ventas netas}}$$

Si este cociente es superior a la unidad, nos informa la medida en que los ingresos contables han sido cobrados. Sin embargo, cuando lo aplicamos en cada una de las empresas consultadas, el denominador era superior y por tanto, el resultado siempre fue un número entre 0 y 1.

Asimismo, se pudo constatar cuando seguimos esta misma línea de cálculo para las utilidades.

$$\frac{\text{Utilidad del período}}{\text{Flujo neto de Efectivo}}$$

Índice que resultó menor que la unidad, acreditando que, no se cobra el 100% de las utilidades obtenidas en el período, importe por el cual se determina el compromiso de aporte al Estado, en su doble cualidad de dueño y fisco.

Dado esta situación y la disminución de la liquidez que haría peligrar el cumplimiento del aporte de la empresa, se sugiere a la administración realizar el factoraje de un por ciento de las partidas pendientes de cobro.

En este sentido se recomienda recurrir al factoring a través del Banco Metropolitano, vendiendo las cuentas por cobrar vigentes hasta un 30%. En todo caso se aconseja acogerse al factoraje sin recurso, aunque la prima por comisión sea mayor que si se aplicase factoring con recurso.

El factoring además de ser un financiamiento ágil y sencillo, representa una gran oportunidad para desarrollar una empresa y como servicio financiero que es,

permite a la empresa cubrir sus necesidades de liquidez y de capital operacional a partir de la venta de sus cuentas por cobrar vigentes.

Esto a nuestro criterio, resuelve gran parte de la cadena de impagos actual en el país, pues si bien la empresa no puede obtener el 100% de sus cobros con los clientes, al menos puede recuperar el 80% aplicando esta técnica de factoraje.

En vista de que el estudio de las corrientes de fondo, no solo detectó recursos monetarios inmovilizados en estas partidas, sino también en los inventarios, se sugiere buscar en Internet empresas abastecedoras dedicadas a estos fines.

En este otro sentido, sustituir las nuevas mercancías que se compran, por contratos de suministro justo a tiempo con empresas abastecedoras, asegurando los contratos con empresas de seguro. Se debe reducir hasta un 10% los inventarios por ser la primera vez que se aplica esta técnica en la empresa, no se recomienda sustituir desde el inicio un 30% de los inventarios. Por tanto, este método debe irse aplicando paulatinamente en dependencia de los resultados que se obtengan.

Esta técnica resulta más eficaz para lograr el incremento del efectivo y en el caso de la empresa cubana, la optimización del inventario reduce los faltantes en el inventario, con el correspondiente aseguramiento en el abastecimiento de las mercancías a través de otras empresas de servicios como Empresa Nacional de Seguros (ESEN) y Empresa Internacional de Seguros (ESICUBA).

Por esta razón, el uso de esta técnica financiera traerá también un ahorro significativo en el pago del Impuesto sobre Utilidades por considerarse no deducibles los gastos por faltantes y pérdidas de bienes.

Aunque cada empresa calcula también el Punto de Equilibrio en unidades físicas por surtido, la aplicación de otras técnicas además de esta, no se recomienda por su complejidad y por los requerimientos de un nivel de aseguramiento técnico superior.

Con la optimización financiera de las principales partidas del capital de trabajo ya se logra un incremento notable del efectivo, sin embargo las exigencias de los proveedores y la obligación del aporte al Estado como primer renglón medible, hace que se vaya más allá del Activo Circulante en la búsqueda de lograr el incremento de la liquidez empresarial.

Por último y tratándose de una cifra importante en Cuba, se puede sustituir cientos de millones de pesos en inversiones materiales y activos fijos ya comprados, optando por el alquiler y no la compra de los mismos o aplicando el método de retroversión financiera en un 30%.

Para la adquisición de los nuevos activos fijos solicitados, puede sustituirse la compra por el contrato de arrendamiento con opción de compra y para los activos

fijos obsoletos de la empresa puede realizarse su venta con un contrato de arrendamiento simultáneo.

Para esto último, se recomienda un contrato de arrendamiento con la nueva tecnología para los equipos electrónicos de computación y sus accesorios, por ser susceptibles de obsolescencia entre 12 y 18 meses y cuya baja por daños físicos cuando no está totalmente depreciado el activo fijo tampoco es deducible por el fisco, teniéndose que pagar un gravamen cuando procediese.

Para alcanzar este objetivo, se analizó el activo fijo en cada entidad muestreada y el resultado derivado fue alrededor de un 40 - 45 % con relación al activo total y cerca del 75 - 80% del total de recursos monetarios inmovilizados.

Se analizó la situación de cada entidad donde la mayoría, como ya hemos dicho, tenía más del 50% del plan destinado a la inversión en esta partida del Activo y sugerimos entonces aplicar el procedimiento de la retroversión financiera para un por ciento de aquellos activos fijos en desuso u obsoletos, recuperando al mismo tiempo la propiedad económica sobre el bien optimizado.

Tal como pensaba el gran filósofo Aristóteles: "la riqueza consiste mucho más en el disfrute que en la posesión". De acuerdo con este pensamiento, mediante la retroversión financiera, se puede recuperar gran parte del importe inicial de la inversión financiera en el activo fijo y ahorrar otra parte en el pago del Impuesto sobre Utilidades por ser un gasto deducible el pago del alquiler por dicho activo.

Finalmente, se recomienda continuar con la solicitud de préstamos bancarios, puesto que el gasto por el interés a pagar es igualmente deducible del pago del Impuesto sobre Utilidades, lo que de la misma manera lo convierte en un ahorro fiscal.

Se logra también que, con estos resultados, la gerencia comprenda la importancia del estudio financiero en cada decisión y valorar mejor la alternativa entre comprar o alquilar para los planes prospectivos.

## **CAPITULO IV – Validación de los métodos de optimización financiera propuestos**

### **IV.1 - Impacto económico – financiero después de aplicarse los métodos de optimización financiera**

Hasta aquí se ha expuesto que, con todas y cada una de las opciones de las distintas alternativas, las cuales necesariamente deben aplicarse al unísono, la empresa puede lograr un beneficio por el ahorro fiscal que se obtiene de cada una de ellas.

De aplicarse al menos una de estas opciones o técnicas se optimiza las finanzas de la empresa, incrementándose también el efectivo y la liquidez, por el beneficio que se obtiene, lo cual no es más que, el premio por el riesgo financiero asumido por la empresa, por haber sido capaz de sustituir parte de sus activos reales por activos virtuales por un financiamiento extra - empresarial.

De continuar aplicando cualesquiera de estas técnicas, el beneficio se irá incrementando para los próximos períodos económicos y se podrá aportar más al Estado de acuerdo con la liquidez de la empresa.

De igual manera, se podrá invertir el efectivo en nuevas inversiones que reporten una mayor retribución al negocio e incremente el valor de la empresa.

He aquí el efecto que se obtiene al aplicarse cada una de las técnicas expuestas al consolidado de empresas, manteniendo constantes el resto de las partidas del Activo, del Pasivo y del Capital.

A continuación se muestra el efecto que se obtiene al optimizar financieramente aquellas partidas en las cuales se sugiere accionar.

Año 2007		Al 10%	Ahorro	Al 30%	Ahorro
<b>ACTIVOS</b>					
Efectivo real	116.8	112.2		138.2	
Cuentas por cobrar	54.8	49.3	5.5	49.3	5.5
Inventarios	131.4	129.1	2.3	129.1	2.3
De ellos: En almacén	2.6	0.3		0.3	
Activos fijos	384.2	384.2		268.9	115.3
Depreciación	(176.7)	(176.7)		(123.7)	(53.0)
Inversiones materiales	34.6	34.6		24.2	10.4
Faltantes	0.7	0.6	0.1	0.6	0.1
Valores negociables	0	12.5		59.2	
Otros Activos	268.4	268.4		268.4	
<b>Total Activos</b>	<b>814.2</b>	<b>814.2</b>		<b>814.2</b>	
<b>PASIVOS</b>					
Cuentas por pagar a corto plazo	76.0	76.0		76.0	
Préstamos recibidos	65.0	71.5		84.5	
Otros pasivos	187.6	187.6		187.6	
<b>Total Pasivos</b>	<b>328.6</b>	<b>335.1</b>		<b>348.1</b>	
<b>CAPITAL</b>					
Capital	484.1	435.7	48.4	276.6	134.8
Impuesto sobre Utilidades	(70.1)	(70.0)	0.1	(32.0)	38.0
Utilidades	194.8	194.9		209.9	
Donaciones recibidas	128.2	128.2		128.2	
Aporte al Estado	(101.0)	(101.3)		(109.1)	
Otros	(150.4)	(150.4)		(150.4)	
<b>Total Capital</b>	<b>485.6</b>	<b>437.1</b>		<b>323.2</b>	

**Comentario:** Se le adicionan 5.6 por la venta de cuentas por cobrar y el ahorro en el pago del Impuesto sobre Utilidades

**Comentario:** Se adiciona a los beneficios del factoring, la disminución de inventarios, el resultado de la venta de activos fijos y el ahorro fiscal y se invierte un 30% en valores negociables

**Comentario:** Se puede invertir hasta un 10% del efectivo recuperado (opcional)

**Comentario:** Surge de la sustitución de las fuentes propias por préstamos en un 10%

**Comentario:** Sustitución del 30% del capital propio por préstamos menos los activos fijos optimizados (descontada la depreciación)

**Comentario:** Se reduce el pago del impuesto por la disminución de los faltantes de inventarios y la sustitución de estos, así como los gastos que se incurren por la decisión de alquilar

**Comentario:** Por el incremento de 0.1 en la disminución de los faltantes

**Comentario:** Aumenta el aporte porque aumenta la liquidez. De acuerdo con la proporción obtenida al cierre fiscal 2006



Gastos por alquiler			35.2	35.2
Gastos de seguros	1.2	1.2	1.2	1.2
Gastos por intereses bancarios	5.2	5.7	0.5	6.8
			1.6	

**Comentario:** Alquiler de activos fijos y sustitución de inversiones materiales

\* El gasto de seguro procede del seguro contra incendio que cubre el 0.3% de las mercancías almacenadas y el 0.7% por la transportación.

\* La tasa de interés sobre los préstamos bancarios es de un 8%. Los préstamos previstos son a corto y largo plazo.

En la tabla anterior se muestra el ahorro que se produce de aplicar cada uno y todas las técnicas para optimizar las finanzas de la empresa, lo cual posibilita el incremento sustancial de la liquidez y de la retribución.

El efectivo que se logra obtener a partir de la optimización financiera puede invertirse en cualquiera de los activos que la administración, mediante un estudio previo haya determinado y valorado, lo cual contribuye a incrementar el valor de la empresa y aporta beneficio económico a la entidad.

Luego, de aplicarse la técnica de retroversión financiera se produce también un ahorro fiscal adicional, como ya se ha explicado anteriormente en este Capítulo.

En primer lugar, se puede observar el incremento del efectivo como resultante directa de aplicar al menos una de estas técnicas siguiendo la sugerencia de comenzar sustituyendo un 10% del activo a optimizar. Este incremento como ya dijimos, puede invertirse en otro activo que, la autora propone sea en valores negociables, por cuanto son más fáciles de convertir en efectivo nuevamente en el caso de que la empresa se encuentre funcionando por debajo del efectivo mínimo establecido.

El resultado obtenido muestra que el efectivo se incrementa fundamentalmente por lo siguiente:

- Venta de cuentas por cobrar (método de factoraje).
- Disminución de los faltantes de medios, por la sustitución de las compras físicas de inventarios, por contratos de suministro justo a tiempo (técnica del inventario cero).
- Ahorro fiscal por deducción de los gastos de alquiler y pago de seguros, lo cual es mucho menor que el importe que se ha de pagar si se vendieran los inventarios almacenados o si se ajustaran los faltantes de estos.

- Recuperación de parte del costo inicial de la inversión en activos fijos (técnica de alquiler o arrendamiento simple, leasing o retroversión financiera en el caso de firmarse un contrato de arrendamiento simultáneo).
- Ahorro en el costo inicial de la inversión financiera por la decisión de alquilar (técnica de arrendamiento simple).
- Solicitud de préstamos bancarios, incluye préstamos externos con el respectivo incremento del gasto de intereses (optimización de la estructura financiera).

Todo esto hace que se incremente también el excedente económico y con ello el aporte al Estado como dueño, consecuencia del incremento proporcional de las tasas de ganancia y de la liquidez de la empresa.

Obsérvese también como el financiamiento ajeno va aumentando proporcionalmente al porcentaje sobre el activo que se va optimizando, mientras que, el capital propio va disminuyendo. Todo ello sin provocar modificación alguna en el valor total de la empresa, entiéndase como valor el total del Activo.

El financiamiento ajeno de la empresa queda dividido entonces en fuentes negociadas y fuentes no negociadas.

La fuentes negociadas incluye los préstamos que, las instituciones financieras bancarias y no bancarias efectúan a la empresa. Estas pueden ser a corto y largo plazo y su uso se ha incrementado.

Las fuentes no negociadas son aquellas derivada de la propia operación comercial, por la compra de las mercancías y esta generalmente es a corto plazo. Puede observarse como, el nivel de estos préstamos se ha mantenido constante en la ilustración presentada.

Como consecuencia de todo lo anterior, la tasa de ganancia también aumenta por el premio adicional que se logra como consecuencia del riesgo financiero que asume la empresa por su optimización financiera.

El aporte al Estado como dueño se realiza entonces de acuerdo con el aumento de la utilidad y el grado de liquidez alcanzado por la entidad, lo cual resulta altamente significativo para el beneficio social del país.

Finalmente, se muestra una comparación de la estructura financiera del conjunto de las empresas estudiadas antes y después de haber sido optimizada cada una de ellas.

Año 2007	Antes de la optimización financiera		Después de la optimización financiera			
			Al 10%		Al 30%	
Activo	814.2	100%	814.2	100%	814.2	100%
Pasivo	328.6	38%	335.1	41%	348.1	43%
Capital	485.6	62%	437.1	59%	323.2	57%

En el Capítulo I explicamos que, no existe una estructura financiera única y mucho menos óptima para cada empresa. La optimización financiera de la empresa debe hacerse de forma paulatina y continua.

No obstante, la autora considera que comenzar optimizando el activo con el por ciento sugerido en este Capítulo, se logra un acercamiento a la tenencia de una cuantía óptima de efectivo, lo cual contribuye al sostenimiento de la liquidez en la empresa, ya que la prepara mejor para cumplir con su aporte al Estado como dueño sin caer en riesgo de insolvencia.

Es muy necesario que el empresario comprenda que si riesgoso es incrementar la fuente de financiamiento ajena, tanto más, lo es mantener una situación de insolvencia que, desacreditaría su imagen frente a los proveedores, los clientes y los competidores.

Además, el costo del préstamo se convierte en un ingreso por el ahorro fiscal que se produce en el pago del Impuesto sobre Utilidades.

Retomando la cuestión de optimizar las fuentes de financiamiento de la empresa, es igualmente necesario que el empresario tome en cuenta que, mientras mayor sea la participación del Capital gerencial en el total de los activos, mayores serán también los desembolsos de efectivo que han de realizarse a los accionistas y al Estado como fisco y como dueño. Puesto que la empresa se desarrolla en un entorno legal y fiscal, debiéndose regir no solo por las leyes del Código de Comercio vigentes todavía, sino también de las Resoluciones de la política monetaria que establece el Banco Central de Cuba y de los impuestos, sanciones y contribuciones que establece la Oficina Nacional de Administración Tributaria (ONAT).

De igual manera, la empresa puede mantener su eficacia e incrementar su rentabilidad financiera.

La eficacia se estudia a partir del objetivo del empleo óptimo de los recursos y sus fuentes de financiamiento, lo cual es posible detectar a partir del estudio de la cuantía invertida en el activo que necesita la empresa para su buen funcionamiento.

El objetivo para lograr esta eficacia es obtener un ciclo de pago superior al ciclo de inventario y al ciclo de cobro para que de esta forma, alcanzar un ciclo de caja soportable a la administración financiera, lo cual garantiza el financiamiento o apalancamiento financiero y a su vez, el funcionamiento empresarial sin tensiones.

Esta condición debe adquirirse siempre puesto que, mientras mayor sea el período o ciclo de cobro, mayor será el volumen de ventas para poder reconocer el nivel de efectivo requerido y la utilidad deseada que no siempre significan “cuentas cobradas”. Es por eso, que la autora recomienda utilizar la técnica financiera de del factoraje para lograr la liquidez necesaria en la empresa.

En sentido general, si se optimiza el Activo y el Pasivo Circulantes, será mayor la rotación del Capital de Trabajo de la empresa optimizada por cuanto con la optimización del activo, también se optimiza el capital operacional.

## IV.2 – Valoración de las técnicas financieras de optimización en la empresa cubana. Posibilidades reales de su aplicación.

Muchos lectores consagrados a la administración financiera pudieran interpretar que, el Flujo de Efectivo tiende a disminuir cuando hacemos líquido una parte del Activo Fijo por cuanto, a través del método indirecto la utilidad económica disminuye por el propio incremento de los gastos de alquiler, al sustituir la compra por el arrendamiento como ya se ha explicado en los dos capítulos precedentes.

Siendo adicionalmente otra consecuencia de lo que antecede, la propia disminución de la depreciación de los activos fijos que se optimizan.

Sin embargo, esto es tan así y para demostrar que la optimización del activo incrementa el rendimiento como premio por el riesgo financiero asumido por la empresa como ya se ha dicho, ilustramos un flujo resumido de efectivo antes y después de la optimización financiera.

Antes de la optimización financiera en el último período económico:

		En mmp
	Utilidad del período	194.8
<u>Más:</u>	Impuesto sobre utilidades (35%)	64.8 <sup>1</sup>
	Depreciación	176.7
<u>Más:</u>	Entradas de efectivo	171.6
	En Banco	116.8
	Cuentas por cobrar	<u>54.8</u>
<u>Menos:</u>	Salidas de efectivo	(141.0)
	Proveedores	76.0
	Amortización de préstamos	<u>65.0</u>
	Incremento de efectivo	<b><u>466.9</u></b>

Luego tenemos lo siguiente, minimizando los recursos financieros a un 30% para hacer más significativo el efecto que se obtiene:

	Utilidad del período	209.9 <sup>2</sup>
<u>Más:</u>	Impuesto sobre utilidades (35%)	69.8 <sup>1</sup>
	Depreciación	123.7
<u>Más:</u>	Entradas de efectivo	337.8
	Efectivo en Banco	138.2
	Valores negociables	59.2
	Cuentas por cobrar	49.3
	Ahorro en el pago de la depreciación	53.0
	Ahorro en el pago del impuesto	<u>38.1<sup>3</sup></u>

<u>Menos:</u> Salidas de efectivo		(198.5)
Proveedores	76.0	
Amortización de préstamos	84.5	
Pago de alquiler	35.2	
Pago de seguros	1.2	
Pago de intereses	<u>1.6</u>	
Incremento de efectivo		<u><b>542.7</b></u>

1 \* En ambos ejemplos se ha reflejado el impuesto después de haber deducido el 5% para la Reserva Obligatoria para Contingencias o Reserva Legal.

2\* Las utilidades de la empresa ya optimizada de 209.9 mmp, las que provienen del cálculo siguiente:

Utilidad antes de la optimización	194.8
(+) Ahorro en los gastos de depreciación	53.0
(+) Ahorro en los gastos por faltantes y pérdidas	0.1
(-) Gastos por alquiler	35.2
(-) Gastos por seguros	1.2
(-) Gastos por intereses	<u>1.6</u>
	<u><b>209.9<sup>2</sup></b></u>

3\* El ahorro en el pago del impuesto sobre el ingreso neto viene dado por lo siguiente:

Ahorro en los gastos no deducibles por concepto de faltantes y pérdidas en inventarios	0.1
Gasto deducible por concepto de alquiler	35.2
Gasto deducible por concepto de seguros	1.2
Gasto deducible por concepto de intereses	<u>1.6</u>
	<u><b>38.1<sup>3</sup></b></u>

Como puede observarse el incremento de efectivo que se obtiene con la optimización financiera de la empresa es mayor en 75,8 mmp, los cuales resultan de comparar el flujo neto de efectivo (466,9 mmp) antes de la optimización financiera con el flujo neto de efectivo (542,7 mmp) que se obtiene después de haberse aplicado las técnicas propuestas.

El Flujo de Efectivo resumido se ha presentado de forma consolidada para el conjunto de empresas por dedicarse las mismas a actividades similares.

El procedimiento propuesto en este libro no se pudo aplicar en su totalidad porque el conjunto de empresas validadas depende en sus acciones de decisiones superiores, así por ejemplo, no se pudo sustituir parte del inventario por contratos de suministro justo a tiempo, por cuanto la rotación de los mismos también está sujeta a los pedidos automáticos de los centros de ventas minoristas y porque básicamente es desconocido por los gerentes generales, la posibilidad del

abastecimiento “justo a tiempo” de acuerdo con sus necesidades, decisión que, no puede tomarse administrativamente y que está condicionada por la aceptación de los niveles superiores.

Por consiguiente, tampoco puede invertirse parte del efectivo incrementado por el efecto anterior, si procediese, en valores negociables porque no existen mercados bursátiles en el país y porque básicamente no es permitido invertir dichos activos en las Bolsas de otros países, aunque existan filiales en ellos.

Se logró parcialmente una inclinación hacia el alquiler de activos fijos ante la decisión de comprar.

Se vendieron cuentas por cobrar pero no dio resultado por los inconvenientes que trae la solicitud de efectuar los pagos en divisas para las empresas deudoras.

No obstante, se consultó con varios expertos, los que consideraron dicho procedimiento como algo novedoso, reflexivo y profundo para la administración financiera cubana.

Finalmente, es importante destacar tres elementos fundamentales para perfeccionar el régimen financiero empresarial de Cuba y gestionar la liquidez del conjunto de empresas estudiadas:

1. Reconocer además del Plan Unico de la Economía Nacional, un **Plan Financiero** a mediano y largo plazo, concediéndole plena vigencia y reduciendo su carácter formal y estratégico.
2. Continuar incrementando cursos y seminarios para crear habilidades en el uso de las técnicas y métodos modernos administración financiera, lo que permitirá adicionalmente un conocimiento más profundo para evaluar alternativas.
3. Lograr la gestión financiera de la empresa por el papel que juega en la toma de decisiones y por el consecuente desenvolvimiento de los negocios en la actualidad cuya evolución nos empuja a competir en nuevos mercados con una velocidad impresionante que hace inevitable realizar cambios en la forma de administrar financieramente la empresa.

Si los empresarios cubanos defendieran la función activa de las finanzas y se convirtieran en los principales asesores de la gerencia general, Cuba sin dudas puede incrementar sus recursos financieros y con ello elevar el nivel de su pueblo.

La optimización es una de las técnicas para reducir la participación del Estado en el financiamiento empresarial. En el caso particular de Cuba, el sector público es mayoritario y por tal razón necesita más de los métodos aquí mencionados y que pensamos, urge su uso en todas las esferas económicas del país en el orden de mejorar también las esferas sociales.

**Nota de la autora:**

Por interés estatal se ha omitido la denominación comercial de las entidades estudiadas, para lo cual se procedió conforme a lo solicitado por la máxima administración del conjunto de ellas.



## BIBLIOGRAFIA

- Reyes Espinosa, Maricela. Tesis en opción al grado de Doctor "La estructura financiera óptima de la empresa: aproximación teórica"
- Ferrán Peña, Bárbara; Blanco Azcue, Frank. Trabajo de Diploma "Optimización de la estructura financiera de Coral Negro"
- Caballero Pulido, Margarita; Santana Díaz, Majuly; Rodríguez Laguna, Elena M. "Algunas consideraciones sobre la liquidez empresarial"
- Sarduy, Mariuska; Leyva, Grisell. Artículo "Fuentes de financiamiento"
- Mc Laney, E.J, 1994 "Business Finance for decision makers"
- Simon Hodrick, Laurie; C. Moulton, Pamela. 2003. "Liquidity"
- Freire Santana, Orlando. Revista Palabra Nueva No.157, 2006. Artículo "Perfeccionamiento Empresarial y sus retos"
- Dieterich, Heinz, 2006. Revista Rebelión. Artículo "Cuba: tres premisas para salvar la Revolución, a la muerte de Fidel"
- Weston, J.Fred; Copeland, Thomas E. "Finanzas en Administración"
- Guajardo Cantú, Gerardo "Contabilidad financiera"
- Meigs & Meigs "Contabilidad la base para decisiones gerenciales"
- Santander Suástegui, Marta. 2002. Artículo "La liquidez empresarial. Ventajas y limitaciones"
- Maynard Keynes, John "La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero"
- Molina, Ernesto. 1983. "Historia de las doctrinas económicas"
- Prebish, Raúl. Vol. III Obras Escogidas."Antología del pensamiento económico y social de América Latina"
- Pascale, Ricardo "Decisiones Financieras"
- Emery, Douglas R.; Fimerty, John D.; Store, John D. "Fundamentos de Administración Financiera"

- Van Horne, James; Wachowicz John M., Jr. (8va. Edición) "Fundamentos de Administración Financiera"
- Banco Central de Cuba, Colectivo de autores (10ma. Edición) "Fundamentos de Administración Financiera"
- Maynard Keynes, John, 1953 Vol. I "The pure theory of money"
- Weston, J. Fred; Brigham, Eugene F., 1992. "Fundamentos de Administración Financiera"
- Dietmar Dirmoser, Jaime Stay, 1997. "Economía y reforma económica en Cuba"
- Brealey and Myers "Principios de las Finanzas Corporativas"
- Brealey, Richard A.; Stewart , C. Myers; Marcus, Alan J. "Fundamentos de Finanzas Corporativas"
- Bernstein, Leopold A. "Análisis de Estados Financieros. Teoría, Aplicación e Interpretación"
- Zapico "Administración de negocios"
- Padierne, Latour "Organización financiera de los negocios"
- Fernández Cepero, Manuel de J. Contabilidad Moderna II. "Valuación y clasificación de los Estados Básicos"
- Brealey, R. A.; Myers, S.C., 1993. "Fundamentos de Financiación Empresarial"
- Caldeiras, Menezes, 1995. "Principios de Gestao Financiera"
- Borrás, Francisco; Mirández, Lorena; Pereira, Katia "La gestión financiera en las empresas cubanas: realidad actual y propuestas de desarrollo. Utilización de la Auditoría de la gestión financiera"
- Ravelo Nariño, Antonio: "Principios de Administración Financiera en la post-modernidad: la optimización financiera de la empresa"
- Infante Ugarte, Joaquín "Reflexiones sobre las finanzas"
- Dillard Dudley "La teoría económica de John Maynard Keynes"
- Mendoza García, José Manuel; Navas González , Francisco Javier; Selva Hernández, Carlos José "Contabilidad Financiera"

- Resolución No. 446/2002 del Ministerio de Finanzas y Precios de Cuba
- Resolución No.92/2004 del Banco Central de Cuba.
- Resolución No. 49/2004 del Ministerio de Finanzas y Precios de Cuba
- Resolución No. 50/2004 del Ministerio de Finanzas y Precios de Cuba
- Resolución No. 20/2007 del Banco Central de Cuba

## **WEBGRAFIA**

- <http://www.gestiopolis.com> "Preferencia por la liquidez"
- <http://www.gestiopolis.com> "Finanzas internacionales"
- <http://www.factoraje.com.mx> "¿Necesitas liquidez?"