



MILETI, Mabel

BERRI, Ana María

Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas de la Escuela de Contabilidad

LA CONTABILIDAD EN LA DETERMINACIÓN DEL VALOR EMPRESA

1. INTRODUCCIÓN

La profesión contable ha admitido, a lo largo del tiempo, que las mediciones realizadas a través de la Contabilidad son incompletas para evaluar el desempeño de las empresas, con lo cual se ha recurrido al aporte de indicadores financieros en base a la aplicación de fórmulas y modelos teóricos.

Nuestra inquietud se centra en demostrar en qué medida la información que brinda la Contabilidad y específicamente los Estados Contables de publicación, permiten analizar si una empresa crea o no riqueza y si a raíz de ello puede ser valorada en el mercado, y si además pueden contribuir a determinar su valor.

Los inversores y acreedores de riesgo son usuarios interesados en la habilidad de la empresa para generar ingresos netos de caja positivos. Las decisiones económicas son tomadas a partir de la evaluación de la capacidad de la empresa para generar flujos de efectivo en el futuro.

De esta manera la empresa debe ser capaz de producir el retorno adecuado de la inversión, es decir, obtener un retorno de la inversión por encima de sus costos. Su capacidad de generar fondos en el futuro deberá exceder sus egresos en el mismo plazo.

Por otra parte, el objetivo de la gestión empresarial es la creación de valor, los Estados Contables por ende, deberían proveer información al usuario que le permita estimar el valor de la empresa y sus posibilidades futuras. Del mismo modo, también estos Estados deberían proveer las herramientas necesarias para determinar si una empresa crea o no riqueza, y por lo tanto, ser valorada en el mercado.

El presente trabajo tendrá dos propósitos. El primero intentará demostrar como la información recogida por el sistema de información contable sobre hechos pasados, contribuye a medir la capacidad del ente para generar riqueza y evaluar en consecuencia su gestión como administradora de recursos. Para esto analizará los Cash Flow que serán calculados sobre los registros históricos.

El segundo propósito tendrá relación con la posibilidad de medir el valor empresa a través del cálculo de los Cash Flow futuros, es decir la proyección de los Cash Flow a futuro como una de las herramientas más frecuentes utilizadas por los analistas financieros.

2. LA EMPRESA Y LA GENERACIÓN DE RIQUEZA.

Es evidente que las expectativas que genera una empresa con beneficios crecientes son positivas. Suele ser común tomar al beneficio como la herramienta que ofrece la información de la marcha de un ente. Inclusive suelen determinarse ratios calculados sobre los beneficios para determinar el probable valor de una empresa.



Pero existe un inconveniente : la determinación de su cuantía, ya que su valor depende de los criterios que han intervenido en su elaboración.

El beneficio es una magnitud pensada, su cálculo resulta de una serie de cuestiones que, sin ninguna duda, son subjetivas. Así es posible mencionar, por ejemplo, en primer lugar, que su monto dependerá de la elección del modelo contable escogido dado que según las combinaciones de unidad de medida, criterios de medición y capital a mantener que se elijan surgirán diferentes magnitudes de beneficio.

Otros temas que pueden incidir en su dimensión son, y a título de ejemplo, la definición de la periodificación de los gastos, o los criterios de amortización elegidos, o la determinación de los valores de costo, o el reconocimiento y medición de las situaciones contingentes; por nombrar sólo algunos.

Ello hace posible afirmar que no resulta posible asociar el beneficio con la capacidad del ente para generar riqueza, deben considerarse otros elementos.

Pablo Fernández (2001) menciona que una empresa mejora cuando se comprueba que ha generado riqueza y esto sucede cuando mejoran sus Cash Flow.

Al efecto distingue diferentes tipos de Cash Flow, de los cuales elegimos, porque nos parecen los más significativos los siguientes:

CASH FLOW CONTABLE : Es el utilizado comúnmente en la literatura contable y está representado por el Beneficio - impuestos + las amortizaciones

CASH FLOW DISPONIBLE PARA LAS ACCIONES : Es el dinero que queda disponible en la empresa luego de haber pagado los impuestos, de haber satisfecho las llamadas necesidades operativas de fondos (NOF), es decir de haber cubierto el activo circulante neto, las necesidades de inversión en activos fijos, agregando a todo esto lo desembolsado para pagar capital e intereses de deuda y teniendo en cuenta las nuevas deudas asumidas. En otras palabras es el dinero que queda en el ente para destinarlo a dividendos o a recomprar acciones. Se corresponde con el flujo de efectivo, ya que coincide con la diferencia entre todas las entradas y salidas de fondos. Para su cálculo se debe tener en cuenta :

BENEFICIO – IMPUESTO QUE LO GRAVAN
+ AMORTIZACIONES
- AUMENTO DEL ACTIVO CIRCULANTE NETO (NOF)
- DEVOLUCIÓN DE LA DEUDA
+ AUMENTO DE LA DEUDA
- AUMENTO DE LOS GASTOS AMORTIZABLES
- INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS
+ VALOR CONTABLE DE LOS ACTIVOS RETIRADOS O VENDIDOS

FREE CASH FLOW : Recibe también el nombre de flujo de fondos libre. Representa el flujo de fondos generado por el ente sin tener en cuenta lo abonado por el endeudamiento, es decir lo pagado en concepto de capital e intereses. El Free Cash Flow coincide con el Cash Flow disponible para las acciones cuando la empresa no tiene deudas. Para su cálculo se



procederá :

BENEFICIO – IMPUESTOS QUE LO GRAVAN

+ AMORTIZACIONES

- AUMENTO DEL ACTIVO CIRCULANTE NETO (NOF)

- AUMENTO DE LOS GASTOS AMORTIZABLES

- INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS

+ INTERESES

+ VALOR CONTABLE DE LOS ACTIVOS RETIRADOS O VENDIDOS

CAPITAL CASH FLOW : Es el flujo disponible para los tenedores de acciones y de deuda. En suma es el cash flow disponible para las acciones + el cash flow disponible para los terceros prestadores de fondos. Partiendo en su cálculo del Cash Flow disponible para las acciones se le debe sumar los intereses y restar el incremento de lo adeudado.

En otras palabras :

CASH FLOW DISPONIBLE PARA LAS ACCIONES

+ INTERESES

- INCREMENTO DE DEUDA

Analizados los diferentes tipos de Cash Flow que hemos señalado, nos preguntamos el porque los Cash Flow brindan información que permitiría determinar si la empresa crea valor, dado que informan acerca de la capacidad de la empresa de generar fondos.

La respuesta la encontramos al determinar que ofrecen una magnitud cierta del flujo de fondos de efectivo que generó el ente en un período determinado y señalan la capacidad de la empresa para generarlos.

Los distintos cash flow examinados nos permiten asegurar que depende del tipo de cash flow que se calcule la información será válida para distintos usuarios y además será objetiva

Ello nos permite afirmar que una empresa podría obtener a lo largo de varios ejercicios resultados positivos y ser los mismos de carácter creciente, pero si sus Cash Flow son negativos, implicaría su incapacidad de crear valor.

Evidenciaría, entre otras cosas, por ejemplo la no existencia de fondos para el pago de dividendos, o para la recompra de acciones o para la devolución del nominal.

Con esto se demostraría que el beneficio por sí solo no es suficiente para afirmar que el ente generó riqueza a lo largo del tiempo. Es necesario además contar con Cash Flow positivos.

El procesamiento de las operaciones del ente concretado a través del Sistema de información contable creado a tal fin, aporta los datos históricos aptos para la preparación de los Estados Contables. Estos datos permiten los cálculos de los distintos Cash Flow, herramientas objetivas que miden la capacidad de la organización en la creación de riqueza.



La regulación contable tanto nacional como internacional prevén la confección de un Estado de Flujo de efectivo que no sólo contribuye a la determinación de uno de los Cash Flow el llamado Cash Flow para los tenedores de acciones, sino también contribuye al cálculo de otros Cash Flow, lo que demostraría que la Contabilidad tiene posibilidades de demostrar en forma objetiva como una empresa ha generado riqueza a lo largo de un período de tiempo determinado contraponiendo las entradas y salidas de fondos en sus diferentes acepciones.

3. DETERMINACIÓN DEL PROBABLE VALOR DE UNA EMPRESA

Los inversionistas están interesados en que la empresa sea capaz de producir un retorno adecuado de su inversión, lo que nos hace señalar que la empresa debe tener como objetivo la creación de valor, que ya demostramos el cómo puede verificarse.

Pero ¿cual es el papel de los Estados Contables en esto de la determinación del valor de la empresa?.

Encontramos en Alfred Rappaport (1986) una serie de elementos, que proporciona la información contable, que nos conducirían a este objetivo.

Señala este autor que *el valor de una empresa para el accionista es el valor de la empresa menos la deuda neta al momento de la valuación* y agrega que el valor de la misma está formado por dos elementos:

- el valor presente de los flujos de caja operativos durante el período proyectado.
- El valor residual de la empresa luego del período proyectado.

Lo que le hace expresar que:

$\text{VALOR DE LA EMPRESA PARA EL ACCIONISTA} = \text{Valor presente de los flujos de caja futuros operativos} + \text{Valor residual} - \text{Deuda Neta}$
--

En otras palabras afirma que el valor de una empresa está definido en función de su desempeño futuro.

Determina que los flujos de caja futuros están establecidos por los "value drivers", que, según su opinión y de acuerdo al trabajo presentado por Walter Rossi, Gonzalo Lucas y Alvaro Pratto en las XXIII Conferencia Interamericana de Contabilidad (2001) son siete:

- Crecimiento de ventas
- Inversión en capital de Trabajo
- Inversión en Activos Fijos y Otros Activos
- El margen operativo en términos de Caja
- La tasa efectiva de Impuesto a la Renta
- El costo del capital
- Duración del período de crecimiento

Estos "value drivers" son los elementos que determinan el monto de la generación de flujos futuros de la empresa, su oportunidad y el riesgo asociado a éstos. Son en suma los que determinan el valor de la empresa.



Estos elementos pueden agruparse, siguiendo a Alfred Rappaport, en tres categorías: crecimiento, retorno y riesgo, y examina en cada uno de ellos a diversos componentes.

Tres son los elementos que contribuyen al cálculo del crecimiento : crecimiento de las ventas, inversión en Capital de Trabajo e Inversión en Activos Fijos y Otros Activos.

La evolución positiva de las ventas de un ente es un indicador claro de su ritmo de crecimiento. El objeto del ente determina claramente su actividad operativa, por ello resulta importante exponer por separado las actividades operativas, distinguiéndolas de las de inversión y financiación. Resultará también significativo determinar si corresponden a actividades que continúan o si son discontinuadas, siendo la información por segmentos un índice igualmente valioso.

La inversión en capital de trabajo es un elemento que indica en que etapa se encuentra la empresa. Importantes inversiones de fondos por este concepto acreditará que la misma se encuentra en una etapa de crecimiento. Su calidad de empresa en marcha estará así confirmada.

La inversión en activos fijos y otros activos evidencian la inmovilización de capital. La obtención de fondos a través de ellos solo será a largo plazo. Por lógica consecuencia la fuerte inversión en estos activos consume recursos del ente a corto plazo. En lo que hace a su cuantía dependerá del objeto del negocio.

El retorno, otro de los elementos considerados, se vincula con el margen operativo en términos de caja y la Tasa Efectiva de Impuesto a la Renta.

El margen operativo en términos de caja se define como las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortización - EBITDA (Earnings before interests, tax, depreciation and amortization)

Fowler Newton (2005) aclara que, los impuestos que se deducen son sólo los que gravan las ganancias y que las amortizaciones forman parte de las depreciaciones. Subraya que verlo como un indicador de la generación de fondos que produce el empleo de ciertos activos es engañoso, dado que, el flujo de fondos generados por dichos activos coincidirá sólo por casualidad con el EBITDA ya que habitualmente hay otros resultados del período, generados por el Activo, que no tienen efecto sobre los fondos y hay flujos de fondos del período que tienen su origen en resultados reconocidos como tales en períodos anteriores. Más aún, recalca que es absurdo que se tome como un indicador del desempeño a un número que no incluye ni las depreciaciones de los bienes de uso ni los fondos aplicados a su adquisición.

En cuanto a la Tasa Efectiva de Impuesto a la Renta (a las Ganancias en nuestro país) es un indicador que muestra la deducción directa que sufren los flujos de fondos. Da a conocer lo realmente pagado por este impuesto, en función a la salida de fondos por este concepto. Se relaciona la cuantía de la tasa con las utilidades de la empresa.

La tercer categoría: el riesgo está vinculada al costo del capital y a la duración del período de crecimiento.

En lo que hace al costo del capital, Rappaport en la obra citada, lo define como el retorno que la empresa debe obtener para justificar el uso de sus activos frente a sus accionistas y prestatarios. El mismo está formado, indica, por el costo neto de impuestos de los préstamos asumidos por la empresa y el costo del capital propio.

El costo neto de impuestos de los préstamos asumidos por la empresa, está representado por la tasa de interés que se paga por el endeudamiento a largo plazo, al que se le deduce el impuesto a la renta (a las Ganancias). El retorno que la empresa debe obtener deberá ser superior para poder justificar su endeudamiento.



El costo del capital propio estaría formado por una tasa de interés libre de riesgo más un adicional por el riesgo asumido al invertir en la empresa. El cálculo del adicional por el riesgo asumido está relacionado con el riesgo de todo el mercado accionario, ajustado luego por el riesgo específico de la empresa en cuestión.

En cuanto a la duración del período de crecimiento, es importante aclarar que el crecimiento es el lapso de tiempo donde la empresa se posiciona positivamente en el mercado, sus estrategias, sus habilidades le proporcionan ventajas competitivas, que le permiten crear valor. La duración de esa etapa de crecimiento es un indicador indiscutible.

Todos estos elementos que hemos contemplado pueden ser obtenidos a través de los Estados Contables que nuestra normativa determina, lo que nos hace pensar que, en una medida razonable, nuestros estados contables de publicación pueden contribuir a la determinación del valor de una empresa.

Señalamos en una medida razonable, porque estimamos que hay algunas cuestiones, como por ejemplo a ciertas inversiones a largo plazo o la exteorización de algunos factores de crecimiento ponen de manifiesto la necesidad de información adicional, muchas veces estratégicas para la empresa, que limitan su posibilidad de ser reveladas

4. CONCLUSIONES

1. La Contabilidad, mediante su Sistema de Información Contable proporciona información histórica, que expuesta a través de sus Estados Contables, hace posible la determinación en forma objetiva si una empresa ha creado riqueza o valor en un período de tiempo determinado, haciendo uso de los distintos Cash Flow calculados sobre hechos del pasado.
2. La información extraída de los distintos Cash Flow permitirán además evaluar la gestión pasada de la empresa como administradora de recursos y medir el cumplimiento de sus objetivos.
3. La información contenida en los Estados Contables pueden contribuir a la determinación de un probable valor de la empresa, proyectando a futuro los datos históricos obtenidos, aún cuando quizás se haga necesario contar con información adicional, que fundado en razones estratégicas, no siempre las empresas están dispuestas a brindar

BIBLIOGRAFÍA

BERRI, Ana María; MILETI, Mabel (2005) "El Beneficio y el Cash Flow: dos herramientas



para valorar una empresa". Trabajo presentado en las XXVI Jornadas Universitarias de Contabilidad. San Isidro (Buenos Aires). Argentina

FERNÁNDEZ, Pablo (2001). "Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor". Ediciones Gestion 2000. Barcelona (España).

FOWLER NEWTON, Enrique. (2005) "*Cuestiones Contables Fundamentales*". Edición La Ley. Buenos Aires.

MILETI, Mabel; BERRI, Ana María (2005) "Los Estados Contables y el Valor Empresa". Trabajo presentado en el 11º Encuentro Nacional de Investigadores Universitarios del Area Contable. Posadas (Misiones) Argentina

RAPPAPORT, Alfred. (1986). "*Creating shareholders value*". Free Press

ROSSI, W.; LUCAS, Gonzalo; PARTO, Alvaro (2001) "*La información contable para determinar el valor de la empresa*". XXIV Conferencia Interamericana de Contabilidad realizada en la R.O.del Uruguay. Noviembre 2001