

CONCEPTUALIZACIÓN DEL EVA E IDENTIFICACIÓN DE LAS VARIABLES CARACTERÍSTICAS QUE LO
COMPONEN.

JULIAN BECERRA NARANJO
CAMILO ANDRÉS GIRALDO YEPES

TRABAJO DE GRADO

ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
LABORATORIO MODELAMIENTO Y SIMULACIÓN EMPRESARIAL
FACULTAD DE ADMINISTRACION
UNIVERSIDAD COLEGIO MAYOR DE NUESTRA SEÑORA DEL ROSARIO
BOGOTA D.C., FEBRERO DE 2012

CONCEPTUALIZACIÓN DEL EVA E IDENTIFICACIÓN DE LAS VARIABLES CARACTERÍSTICAS QUE LO
COMPONEN.

JULIAN BECERRA NARANJO
CAMILO ANDRÉS GIRALDO YEPES

TUTOR
MILLER RIVERA LOZANO

ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
LABORATORIO MODELAMIENTO Y SIMULACIÓN EMPRESARIAL
FACULTAD DE ADMINISTRACION
UNIVERSIDAD COLEGIO MAYOR DE NUESTRA SEÑORA DEL ROSARIO
BOGOTA D.C., FEBRERO DE 2012

DEDICATORIA

*Dedicado a nuestras familias, por el apoyo a nuestras decisiones durante toda nuestra vida;
y a Dios, por ser el eje central de nuestras vidas.*

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a nuestros padres y familiares por brindarnos el cariño, apoyo y soporte en cada una de las decisiones de nuestra vida.

Agradecemos a Dios que ha sido nuestra guía durante toda la vida, iluminándonos y dándonos la mano en esos momentos de debilidad.

A Miller Rivera y a los buenos profesores que supieron llegar con su conocimiento a nuestras mentes y corazones.

A la Universidad del Rosario, nuestra segunda casa durante los últimos cinco años, sede de muchas alegrías, tristezas y triunfos

A nuestros amigos, los cuales, para bien o mal han influenciado en nuestra manera de ser que finalmente nos lleva hoy a concluir con nuestro periodo universitario.

Por ese verdadero sentido humanístico y esa conexión con el estudiante, además de su vocación de servicio y ayuda para con la comunidad académica, sinceros agradecimientos a Pilar Cortes y Loyda Gómez también por el apoyo y cariño durante nuestro periodo universitario.

A los que se nos olvidan o que ya no están al lado nuestro.

CONTENIDO

| | |
|--|----|
| ÍNDICE DE ILUSTRACIONES | 19 |
| ÍNDICE DE TABLAS..... | 19 |
| RESUMEN | 20 |
| ABSTRACT..... | 20 |
| TÉRMINOS DE INTERÉS: | 21 |
| INTRODUCCIÓN..... | 14 |
| Capitulo 1 DEFINICIÓN Y CONCEPTOS GENERALES | 18 |
| Introducción | 18 |
| Concepto de Valor Económico Agregado o EVA..... | 19 |
| Aplicación Del Eva | 21 |
| Capitulo 2. CALCULO DEL EVA..... | 25 |
| Introducción | 25 |
| Calculo del EVA | 26 |
| Capitulo 3. ANÁLISIS DE INDICADORES FINANCIEROS VS EVA. | 34 |
| Introducción | 34 |
| Precio de Mercado de las Acciones | 35 |
| Utilidad Neta | 36 |
| Dividendos | 38 |
| Flujo de Caja y Flujo de Caja Libre..... | 40 |
| ROI (Return On Investment) | 42 |
| Rentabilidad del Patrimonio | 44 |
| Contabilidad Creativa..... | 48 |
| Conclusiones | 54 |
| Recomendaciones | 61 |
| BIBLIOGRAFÍA..... | 63 |

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

| | |
|--|----|
| Ilustración 1 Calculo EVA | 28 |
| Ilustración 2 Explicación EVA desde el P&G y Estado de Resultados..... | 28 |
| Ilustración 3 Explicación del EVA desde P&G..... | 29 |
| Ilustración 4 Método alternativo para el cálculo del EVA..... | 29 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|--|----|
| Tabla 1 Investigaciones realizadas con respecto a los principales ajustes contables que se realizan para el cálculo del EVA..... | 33 |
| Tabla 2 Ventajas e inconvenientes de los indicadores tradicionales de medición del valor generado por la empresa y de la gestión de los directivos. | 47 |
| Tabla 3 Estudios sobre el EVA | 52 |

RESUMEN

Las empresas necesitan estar midiendo constantemente los resultados de las operaciones y la eficiencia de sus negocios. Tradicionalmente se han utilizado una serie de indicadores financieros para medir estos resultados siendo insuficientes en su análisis. El EVA, sin ser el indicador que puede solventar estas falencias sí es el indicador más completo y el que puede reflejar una información más real de la empresa al incorporar, entre otros, el concepto del costo de oportunidad que representa el dinero para los accionistas.

Palabras Clave: EVA, Valor Económico Agregado, Indicadores Financieros, Rendimiento Operativo, Costo de Oportunidad.

ABSTRACT

Companies need to be constantly measuring the results of operations and efficiency on their business. Traditionally it has been used several financial indicators to measure these results being inadequate in its analysis. The EVA, not being the indicator that can overcome these shortcomings, it is the most comprehensive indicator and may reflect a more real information from the company because of including, among others, the concept of opportunity cost of the money for the shareholders.

Key Words: EVA, Economic Added Value, Financial Indicators, Operative Performance, Opportunity Cost

TÉRMINOS DE INTERÉS:

Con el fin de alcanzar un mejor entendimiento y aplicación del presente trabajo, se exponen a continuación un conjunto de definiciones que facilitarán el análisis del mismo. Las siguientes definiciones pueden ser revisadas con mayor profundidad en (Amat, Análisis de estados financieros, 2008) (Vidal, 2008) (Block & Hirt, 2005)

Acción común: Participación de un accionista dentro del capital de la empresa, este tipo de acción posee derecho de decisión en el negocio.

Acción preferente: Esta combina algunas de las características del capital común y de la deuda. En esta los dividendos no son gastos fiscales deducibles.

Activos: Bienes, derechos y otros recursos de la empresa, con los cuales la empresa obtiene beneficios.

Amortizaciones: Distribución en el tiempo de un valor o costo en el tiempo, como la devolución de un préstamo con sus intereses.

Amortización acelerada: Práctica consistente en amortizar más en los primeros años de la vida útil del bien.

Apalancamiento: Relación entre deudas y fondos propios, este es financiero cuando se aumentan las deudas y con estas se genera un aumento en la rentabilidad de los fondos propios.

Aporte de capital: Dinero o recursos entregados por los socios a la empresa.

Balance general: Estado financiero de una empresa en un momento determinado, que enseña los activos que posee una empresa, la forma en que estos se financiaron, la situación del patrimonio.

Base de depreciación: Se calcula tomando el costo inicial del activo y se multiplica por el porcentaje de depreciación lo que determina la depreciación anual en pesos.

Beta: Mide la posible volatilidad de los rendimientos de una acción con relación al mercado. Cuando el beta de 1.0 tiene un riesgo igual al del mercado (igual volatilidad); los betas mayores son más riesgosos que el mercado, mientras que las inferiores tienen menos riesgo que el mercado.

Capitalización: Inversiones y reinversiones que hacen los socios para la financiación de las operaciones futuras de la empresa.

CAPM: Instrumento financiero que determina la tasa de retorno requerida para un activo según su nivel de riesgo.

Costo de capital: Costo de obtener recursos por parte de la empresa.

Costo de capital promedio ponderado (WACC por sus siglas en ingles): Se calcula tomando el costo de cada deuda (Inversionistas, proveedores, bancos, etc.) Por el peso respectivo de cada una estas, finalmente se suman los resultados.

Cuenta de pérdidas y ganancias: Informa de los ingresos, gastos y resultados obtenidos por la empresa.

Depreciación: La reducción periódica del costo de un activo a lo largo de su vida útil.

Depreciación en línea recta: Se hace depreciando uniformemente el activo a lo largo de cada uno de los años de su vida útil.

Depreciación incremental: Permite hacer la depreciación más alta al principio de la vida útil del activo y más baja al final de esta. Esto ocurre debido a que el activo pierde mayor valor al principio.

Descapitalización: Reducción de la financiación por parte de los accionistas mediante la sustitución por apalancamiento por parte de bancos, proveedores o gobierno.

Emisión de obligaciones y bonos: Títulos representativos de una deuda sobre fondos obtenidos de particulares o empresas.

Estado de resultados: Estado financiero que mide la rentabilidad de una empresa a lo largo de un periodo. Se calcula tomando las ventas y restándole todos los gastos.

FIFO (del inglés First In First Out): Manera de valorar los inventarios en donde la primera unidad que sale es la primera que entró.

Flujo de efectivo: Se calcula tomando la utilidad después de impuestos sumándole los gastos que no implican salidas físicas de efectivo.

Independencia financiera: Autonomía que posee la empresa ante bancos y acreedores.

LIFO (del inglés Last In First Out): Manera de valorar los inventarios en donde la primera unidad que sale es la última que entró.

Margen bruto: Ingresos por Ventas menos los gastos proporcionales de fabricación y comercialización.

Pasivos: Obligaciones obtenidas por la empresa a corto y largo plazo que deben ser saldadas.

Patrimonio: Bienes, derechos y obligaciones de una empresa con los cuales busca cumplir sus objetivos.

Patrimonio neto: Residuo de los activos de la empresa en donde se deducen los pasivos e incluye todos los aportes de los socios.

Provisiones: Acumulación de fondos para el pago de obligaciones expresas o tácitas que han sido anteriormente identificadas.

Rentabilidad económica o rendimiento: Relación entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el total del activo.

Rentabilidad financiera: Relación entre el beneficio neto y patrimonio.

Reservas: Ganancias que la empresa no distribuye entre los socios, con el fin de financiar operaciones futuras, compensar temporadas con menores ganancias o pérdidas en el ejercicio.

Riesgo financiero: Posibilidad de una empresa de no poder no poder cumplir con sus obligaciones financieras.

ROA (return on assets, en inglés): La razón entre ingresos netos y el activo.

ROE (return on equity, en inglés): Rentabilidad financiera o rentabilidad de los fondos propios se calcula dividiendo los ingresos netos entre los recursos propios de los accionistas (empresa que cotiza en bolsa).

ROI (return on investments, en inglés): ingresos y gastos de inversión menos el costo de la inversión.

Solvencia: Capacidad de pago de deudas.

Tasa de pago de dividendos: Se calcula dividiendo los dividendos por acción entre las utilidades por acción.

Tasa de rendimiento libre de riesgo: Es la tasa de rendimiento sobre un activo en la cual no hay riesgo. Los certificados del Tesoro de Estados Unidos puede ser una referencia para esta medida.

Tasa de rendimiento real: Es la tasa mínima de retorno que exige un inversionista por la cesión del uso del dinero aportado, puesto que está renunciando a consumirlo en el presente, esta tasa se ubica históricamente en un 2% o 3%.

Tasa de rendimiento requerida: Tasa de retorno que espera el inversionista de una inversión como compensación por la cantidad de riesgo que corre.

Utilidades por acción: Utilidades disponibles para los accionistas comunes divididas entre el número de acciones comunes en circulación.

Valor residual: Importe que la empresa esperaría recibir en el momento actual por la venta de esta.

INTRODUCCIÓN.

El presente trabajo pretende abarcar el tema del Valor Económico Agregado (EVA, por sus siglas en inglés) desde una revisión bibliográfica que permita hacer un recorrido por su historia, por los indicadores financieros que han tenido relación con él, como también por las diferentes opiniones y posiciones a favor y en contra del mismo. Se pretende proponer un marco teórico sobre el EVA para servir de base a estudios e investigaciones posteriores que encuentren en este indicador una plataforma para realizar análisis más elaborados.

El EVA es una idea que ha sido utilizado desde tiempo atrás por diversas instituciones, académicos e inversionistas, y que fue patentado por Stern Stewart & Co. Es un indicador financiero que incorpora el costo de oportunidad que representa el capital para los inversionistas. El EVA tiene en cuenta que cuando un accionista invierte dinero en una empresa, siempre tendrá otras posibilidades de inversión –con diferentes niveles de riesgo-; entonces, la rentabilidad que le debe generar la empresa, o el valor que ésta debería crear está condicionado a que la utilidad sea mayor a la posible rentabilidad de esa otra opción “no riesgosa” del inversionista. (Acuña, 2001)

Con el fin de conocer el rendimiento financiero de las empresas, tradicionalmente se han identificado indicadores que miden el rendimiento y la rentabilidad de las mismas; estos indicadores presentan una medición insuficiente respecto al ejercicio de la empresa, por lo cual se ha hecho necesaria la creación y uso de indicadores diferentes, que brinden una información más completa, detallada y confiable, para de esta manera estimular a los directivos a buscar e incrementar el beneficio de los accionistas, que son finalmente los agentes que invierten los recursos, el capital, dentro de las empresas. (Goldberg. S 1999)

La inversión de capitales a través de los años ha ido cambiando. El acceso a nuevas tecnologías y la globalización han hecho que los capitales puedan moverse más fácilmente en el mundo, buscando las inversiones con mayor rentabilidad y menor riesgo, provocando volatilidad en el atractivo de acciones e inversiones. Esta volatilidad es lo que finalmente lleva a que los inversionistas siempre piensen que su capital puede ser más productivo en otro lugar. (Young, S. & O'Byrne, S. 2000)

Es por esto que cualquier medida financiera tiene que relacionarse estrechamente con los accionistas y su bienestar económico puesto que es este quien les indica a éstos cómo se está comportando la empresa en donde invirtieron su dinero; Por esto, según Young, S. & O'Byrne, S (2000) muchos consultores han ofrecido una variedad de indicadores como la Rentabilidad del Activo Neto Operacional (RONA) o la Rentabilidad de la Inversión por Flujos de Caja (CFROI, por sus siglas en inglés), los cuales apuntan a la generación de valor y al retorno de la inversión para los accionistas. Estos buscan eliminar los errores o brechas que existen en la contabilidad tradicional, aunque igualmente son criticados debido a su incapacidad de incorporar el costo total del capital. (Sharma, A. & Kumar, S. 2010)

La utilidad neta, los dividendos, el retorno de la inversión, la rentabilidad del patrimonio, entre otros son algunos de los indicadores tradicionales que se han utilizado para los análisis del rendimiento de las empresas. Son indicadores que a lo largo de la historia han tenido mucha importancia para las organizaciones y aunque presentan una información importante sobre el comportamiento de la empresa son herramientas que no deberían ser analizadas individual y exclusivamente para tomar una decisión. Presentan datos importantes, pero estos deben ser analizados y contrastados con otros indicadores para disminuir sus falencias. (Amat, 1999).

Las principales falencias que pueden presentar es que por ejemplo según sus formulas se podría desestimar inversiones que superen el costo del dinero; o se podría retrasar o cancelar inversiones que no tendrán rentabilidades inmediatamente –lo que generaría que disminuya el resultado del indicador- pero que a mediano o largo plazo podría generar mejores resultados y sostenibilidad para la empresa. (Keys D. e., 2001)

Adicionalmente, podría ser objeto de manipulaciones y maquillajes por parte de las personas encargadas de su elaboración con el fin de cumplir algunas metas personales o simplemente por tratar de exponer una situación de la empresa que no es la real para satisfacer algunos intereses particulares. (Amat, 2008)

Dentro de lo anterior, se encontraría la contabilidad creativa, por ejemplo, en donde basándose en los vacíos legales, en los diferentes tipos de regulaciones y en la ética de las personas, se podría llegar a exponer unos ingresos o unos resultados aparentemente más sólidos que pudieran permitir una mejor reacción del mercado, pero que no coincidirían con la situación real de la empresa. (Naser, 1993)

Comparando el EVA versus estos indicadores tradicionales, se puede argumentar que el EVA es el mejor indicador, sin desconocer que también presenta falencias en su proceso y puede presentar manipulaciones por parte de los agentes encargados de su análisis. El EVA no es un método perfecto, pero incluye unos análisis y unos elementos dentro de su desarrollo que permiten tener una mejor respuesta y un mejor análisis de la operación real de la empresa. (Abdeen, A. & Haight, T 2000) (Chari, 2009)

El EVA es además una medida que debe ser interiorizada por toda la empresa y con la que todos deben estar comprometidos para así asegurar una sinergia y que la empresa pueda generar valor. Es un indicador interno para la empresa y no es solicitado por autoridades financieras ni debe ser presentado en

los balances oficiales; es una medida que debe ser tomada en cuenta por la propia compañía, razón por la cual debería ser muy transparente y consecuente con la operación y realidad de la empresa.

Capitulo 1 DEFINICIÓN Y CONCEPTOS GENERALES

Introducción

El EVA es un concepto del que se viene hablando mucho en la actualidad, pero del cual se tiene noción de su aplicación desde mucho tiempo atrás. Es una herramienta que permite realizar un análisis más completo y más fidedigno sobre la situación real de las empresas.

El EVA pretende analizar las utilidades operativas de la empresa versus el costo de oportunidad para los accionistas; es decir que cuando se analice si realmente una empresa está generando o destruyendo valor, se tenga en cuenta que el dinero que han proporcionado los inversionistas no es gratis, sino que éste dinero tiene un costo y por esto las utilidades de la empresa deben ser mayores a ese costo. (Acuña, 2001)

Este indicador al intentar ser una medida más real de la empresa, debe valerse de diferentes ajustes y modificaciones en los aspectos contables tradicionales de forma que el análisis sea lo más fidedigno posible y en el cual se tengan resultados sobre la operación real de la empresa, desestimando algunos temas externos que se manejan usualmente en la contabilidad tradicional, pero que no tienen nada que ver con si la empresa genera o destruye valor. (Chari, 2009)

Es necesario que para el cálculo y análisis de este indicador exista un total compromiso y transparencia por las personas responsables del mismo de modo que se pueda reflejar la situación más real posible y que se pueda tener información sobre qué áreas del negocio son eficientes y en cuáles no de modo que se puedan tomar decisiones gerenciales en torno a esto. (Brewer.P, Chandra.G & Hock.C 1999)

Concepto de Valor Económico Agregado o EVA

Un concepto relativamente nuevo, pero que ha sido de amplio uso e importancia dentro del ámbito financiero es el Valor Económico Agregado que viene de la traducción del inglés del EVA – *Economic Value Added*-; concepto que fue acuñado en Latinoamérica apenas en la década de los años noventa a pesar de que hace más de un siglo se desarrollaron teorías económicas y financieras aproximadas (Acuña, 2001)

La primera noción de EVA fue desarrollada por Alfred Marshall en *The Principles of Economics*, en 1890. Según Marshall, las ganancias contables no son suficientes para una empresa si no son mayores que los costos de oportunidad del capital empleado. Las ganancias de valor (o ganancias económicas) son la verdadera guía para valorar la actividad empresarial (Copeland, 1998)

Según este concepto, se puede afirmar que la empresa presenta valor agregado cuando genera dinero suficiente para realizar su operación y atender sus obligaciones -dentro de las que se encuentra la que tiene con los accionistas de devolverles como retribución por lo menos el costo de capital de los recursos que han aportado- además de lograr dejar algún excedente. (Acuña, 2001) y (Stern. J, Stewart III. B & Chew,Jr. D 2003)

Peter Drucker también se acercó al concepto de creación de valor en un artículo para *Harvard business review* con la siguiente expresión: “EVA se basa en algo que hemos sabido por mucho tiempo: lo que generalmente llamamos las ganancias, el dinero que queda para el servicio del patrimonio, usualmente no son ganancias como tal. Hasta que una empresa ofrezca un beneficio que sea mayor a su costo de capital, entonces ésta operará con pérdidas. No importa que pague impuestos como si tuviera una ganancia real. La empresa sigue devolviendo menos a la economía de lo que devora los recursos [...] que no crea riqueza, sino que lo destruye” {(Drucker, 1995); citado en (Desai & Ferri, 2006)}

Young, S. & O'Byrne, S. (2000) por su parte, se acercan a una explicación más simple y más fácil de entender y con mucho contenido que dice que así como dentro de la contabilidad y las finanzas tradicionales se tienen en cuenta, para efectos de los acreedores financieros, el dinero prestado más sus intereses; pues igualmente según la teoría del valor económico agregado se deberían también tener en cuenta unos intereses mínimos para el capital aportado por los accionistas.

Goldberg. S (1999) se extiende un poco en la trascendencia del EVA y no lo entiende simplemente como un indicador financiero sino más como una medida de actuación. Lo entiende como parte de una cultura: la de Gerencia del Valor. De esta forma se incentiva que todos los que toman decisiones en una empresa se coloquen en una posición que permita delinear estrategias y objetivos encaminados fundamentalmente a la creación de valor tanto a largo como a corto plazo.

Stern. J, Stewart III. B & Chew, Jr. D (2003) también hacen énfasis en que éste es la base para un sistema de administración financiera, el cual, por medio de políticas financieras, procedimientos, métodos y medidas, permitirán a la empresa tener un rumbo mucho más claro, con oportunidades de operar y mejorar unidades estratégicas de negocio, generando así la rentabilidad y el beneficio esperado por el accionista; según estos autores el valor económico agregado o utilidad económica es el producto obtenido por la diferencia entre la rentabilidad de sus activos y el costo de financiación o de capital requerido para poseer dichos activos. Para este indicador se considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial; así el EVA se fundamenta en que los recursos empleados por una empresa o Unidad Estratégica de Negocio (UEN) debe producir una rentabilidad superior a su costo, pues de no ser así es mejor trasladar los bienes utilizados a otra actividad.

“El EVA, en sí mismo, no es una medida de la riqueza creada por una compañía en un año determinado. Con esto se quiere decir que no hay que pensar que el valor creado o destruido en un ejercicio medido a través del EVA debe quedar reflejado de manera casi automática en el aumento o la disminución de la cotización de una compañía. El valor de cualquier activo (una empresa, un pagaré, una obligación del estado, etc.) viene determinado por lo que se espera recibir del mismo en el futuro. En el caso de una empresa, el valor de mercado o cotización de la misma viene determinada única y exclusivamente por lo que se espera de ella, no por lo que haya hecho en el pasado. Es decir, si una persona compra una empresa a 31 de diciembre, pagará por ella según lo que espera recibir de ella en el futuro, sin importarle si la rentabilidad que haya tenido en el ejercicio que ahora termina, sea menor o mayor que el coste de los capitales empleados” { (Alonso, 1998) citado en (Suarez & Calderón)}

Aplicación Del Eva

Las empresas poseen varios objetivos, entre ellos, elevar el valor de la empresa, trabajar con el mínimo riesgo y disponer de un nivel adecuado de liquidez, pero para poder lograr esto, es necesario que haya una buena gestión de los recursos, en su gran mayoría responsabilidad de los directivos, que deben mantenerse informados acerca del éxito o fracaso de cada línea de negocio, de cada inversión para así poder hacer una verdadera gestión sobre estos. (Amat, 1999)

El análisis contable puro mide el valor agregado en una empresa como la variación en las ganancias, esta puede ser una medida relativamente precisa, pero lo cierto es que posee ciertas falencias y posibilidades de manipulación que no permite una visualización real del estado de la empresa, cosas como las ganancias, las ganancias por acción, y el crecimiento de los ingresos son medidas engañosas del rendimiento empresarial (Amat.O 1999)

Abdeen. A & Haih (2000) propone que uno de los principales objetivos del EVA es lograr una aproximación a la ejecución de los recursos, es decir una evaluación de las inversiones que se realizan una por una permitiendo de esta manera identificar cuáles de las inversiones requiere de mayor atención respecto al valor que generan o restan a la organización; este autor muestran lo simple y efectivo que puede llegar a ser el EVA como una herramienta de gestión con el ejemplo de Coca-Cola, en donde decidieron cambiar los empaques de la bebida concentrada de contenedores reutilizables de acero por cajas de cartón de un solo uso, en donde los contenedores reutilizables ayudaban a aumentar el margen de ganancia; en cambio los de cartón incrementaban los costos unitarios y reducir los márgenes de ganancia, pero estos requerían muy poco capital, además, podían ser deducidos a gastos de inmediato, liberación de activos y capital empleado. Como se puede ver en el ejemplo anterior, tras la aplicación del EVA las empresas podrán manejar su liquidez más eficientemente, lo que hará que genere mayor ingreso neto.

La aplicación del EVA debe hacerse de una manera muy cuidadosa puesto que se debe crear un sistema que permita incrementar las recompensas a los directivos cuando el indicador aumente y castigarlo cuando disminuya. Goldberg. S (1999) propone una alternativa a la entrega de bonos; una mezcla de dinero y acciones de la propia compañía, que hará que el compromiso sea mayor al actuar, puesto que estas le generaran más ingresos al directivo si las operaciones de la empresa son exitosas; las metas a cumplir no deben ser ni a corto ni a largo plazo.

Stern. J & Shiely. J (2001) insisten en la necesidad de efectuar las recompensas por medio de este indicador, estableciendo metas y tiempos para el mejoramiento del EVA, en un lapso de tiempo de tres a cinco años, evitando la negociación anual de estos puesto que como exponen estos autores la negociación siempre va a ser de jefe a subordinado y por ende pueden presentarse calificaciones o mayores bonos a los que realmente merece el

directivo, también muestran un sistema de bonos “banco” en donde el bono o la gran mayoría de este es depositado como garantía de los futuros EVA puesto que este dinero tan solo será entregado al final de un plazo establecido, si el rendimiento es negativo o no cumple con la expectativa, se disminuirá este fondo. Esta estrategia asegura el que el directivo actúe y planee y piense a largo plazo. ; Este indicador puede ser usado como la base de un sistema de administración financiera integrado. (Stern. J, Stewart III. B & Chew, Jr. D 2003).

Para poder ejecutar con éxito el EVA es necesario hacer partícipe a los empleados por medio de incentivos que estén alineados con los intereses de los accionistas, estos incentivos dependerán de los rendimientos de las decisiones que se tomen, puesto que si las inversiones generan los rendimientos esperados, se verán beneficiados tanto los administradores como los accionistas. “El objetivo del sistema de compensación es motivar a los administradores a actuar como dueños de la empresa”, esto además, obliga a una presentación más clara de los balances para establecer los diferentes recursos, bienes y derechos empleados por cada unidad estratégica de negocio en su proceso de generación de utilidades y flujo de caja. (Goldberg, S 1999)

Según Brewer.P, Chandra.G & Hock.C (1999) los directivos también pueden manipular el EVA para recibir mayores ingresos por medio de la contabilidad; existen tres ejemplos claros: eligiendo a que consumidores puede satisfacer completamente y a cuales demorarles los pedidos antes del cierre contable, lo que generara un aumento en el EVA pero también en la retención y satisfacción de los clientes; la siguiente estrategia es encubrir los gastos, como es cancelar contratos de capacitación de empleados antes de la terminación del periodo contable, reduciendo así los gastos reconocidos en el periodo, por ultimo esta el incremento en la duración de la depreciación de los activos, haciendo que la maquinaria que es usada en la empresa sea obsoleta, muy antigua y que genera problemas de calidad a los productos. Por eso, es necesario establecer muy bien con cuáles indicadores se quiere evaluar la situación de la empresa y

bajo qué parámetros. La toma de decisiones puede ser influida por el tipo de indicadores seleccionados para medir el desempeño (Acuña, 2001).

Existen otros autores como Amat.O (1999) que proponen y exponen estrategias éticas y de verdadera gestión que pueden ser utilizadas para incrementar el EVA de la empresa como son:

- Orientar la empresa hacia el mercado y la innovación, buscando así mayor satisfacción de los clientes y aumento de las ventas.
- Aumentar las ventas haciendo así que los costos fijos se distribuyan en las nuevas unidades vendidas, generando así mayor utilidad por unidad.
- Convertir costos fijos en variables, desasiéndose de activos (ejemplo Coca-Cola)
- Eliminar inversiones que no generan el retorno esperado.
- Evaluar las actividades de la empresa enfocada en la satisfacción y valor generado al consumidor y así establecer prioridades de presupuesto para cada una.
- Buscar la eliminación o reducción de almacenaje de mercancías.
- Rediseñar procesos buscando mayor economía y calidad.
- Incrementar el compromiso de los empleados por medio de incentivos.

Capítulo 2. CALCULO DEL EVA

Introducción

Como se analizó en el capítulo anterior, el EVA lo que pretende es ir un poco más allá de la contabilidad tradicional y analizar si las utilidades que se están obteniendo son suficientes para cubrir el costo de capital de la empresa.

El EVA se compone de tres variables muy importantes para su cálculo como lo son el WACC (Weighted Average Cost of Capital), la utilidad después de impuestos y los activos contables. (Amat, 1999)

El WACC que es el costo promedio ponderado del capital. Este costo es una ponderación de los costos de financiación de la empresa incluyendo los acreedores financieros (pasivos) y los inversionistas de la empresa (Patrimonio) para tener una noción clara de los costos totales tanto al financiarse con recursos externos o propios. (Suarez & Calderón)

La otra variable importante es la utilidad después de impuestos y antes de intereses. Una de los principales aspectos de este indicador es que para el EVA se consideran sólo las utilidades operativas y se desestiman las utilidades no operacionales de la empresa, pues al ser no operacionales no me están diciendo nada sobre el ejercicio real de la empresa. (Amat, 2008)

La última variable que tiene que ver con el EVA es el valor contable del activo el cual tiene una relación inversamente proporcional con el EVA. Así, como se verá durante este y el siguiente capítulo, respecto a este tema se presentan diferentes disyuntivas y discusiones al interior de las empresas sobre cómo se debe abordar este tema debido a que entre más activos se tengan en cuenta, peor será para el resultado final del EVA (Keys, Azamhuzjaev, & Mackey, 2001)

Calculo del EVA

Para el cálculo del EVA existen tres ejes fundamentales: las utilidades antes de intereses y después de impuestos (UADI)¹, el valor contable del activo y el costo promedio del capital.

Es necesario primero calcular el WACC (del inglés Weighted Average Cost of Capital) que se define como el Promedio Ponderado del Costo de Capital; La necesidad de utilización de este método se justifica en que los flujos de fondos operativos obtenidos, se financian tanto con capital propio como con capital de terceros. El WACC lo que hace es ponderar los costos de cada una de las fuentes de capital.

Abdeen, A. & Haight, T(2000) enseña una manera sencilla de calcular el WACC por medio de un ejemplo, en el cual el peso de cada capital invertido en la empresa se multiplica por el costo del capital respectivo y finalmente se suman ; la empresa tiene un valor de mercado de US\$ 10.000.000; deudas de US\$ 4.000.000; acciones preferenciales US\$ 2.000.000; capital de US\$ 4.000.000. el peso de la deuda es de 40%, el de las acciones preferenciales de 20% y finalmente el del capital de 40%; así mismo, el costo de la deuda es el 8% que sería la tasa de interés del banco y el impuesto marginal sobre la deuda (caso específico de Colombia) es del 35%, por ende $5\% = 8\% * (1 - .35)$. El costo de la deuda de las acciones preferenciales se calcula dividiendo el dividendo anual por el valor de cada acción; así, si el dividendo anual es US\$ 4 US\$ y el precio de mercado de la acción es de US\$ 40, entonces el costo sería 10%.

Por último, el ítem que representa un mayor grado de análisis es el costo del capital; éste puede ser calculado por el CAPM² que es una comparación del

¹ En la mayoría de la literatura sobre el tema, el término UAIDI es utilizado con su traducción al idioma inglés como NOPAT (net operating profit after tax)

² (Capital Asset Price Model) EL CAPM(Capital Asset Price Model) trata de responder a la siguiente pregunta: ¿qué cartera de acciones y renta fija debe formar un inversor que

mercado. Para calcularlo se toma el costo del capital como “la tasa de retorno de libre riesgo” mas una prima de riesgo; éste se calcula de la siguiente manera:

$$R_c = R_f + (R_m - R_f) \cdot B,$$

$$R_c = 5\% + (12\% - 5\%) \cdot 1.5, =$$

$$5\% + (7\%) \cdot 1.5, = 15.5\%$$

En donde,

R_c = Costo de Capital; R_f = Bonos del Tesoro de USA; R_m = Rendimiento del mercado y B = Beta de la empresa (el beta del mercado es igual a uno, y el de la empresa puede ser mayor, igual o superior a este, según el estado en que se encuentre respecto al mercado)

EL WACC se puede calcular por medio de la suma de las multiplicaciones de los capitales invertidos en la empresa por el costo de capital o interés de cada una; a continuación el cálculo del ejemplo anterior:

$$WACC = (5\%)(40\%) + (10\%)(20\%) + (15.5\%)(40\%) = 6,24\%.$$

Otra manera de calcular el WACC según Acuña, G (2001) sería:

$$WACC = K_e \frac{CAA}{CAA+D} + K_d(1-T) \frac{D}{CAA+D}$$

Donde: WACC: Weighted Average Cost of Capital (Promedio Ponderado del Costo de Capital)

K_e : Tasa de costo de oportunidad de los accionistas. (usado en el metodo CAPM)

CAA: Capital aportado por los accionistas

D: Deuda financiera contraída

K_d : Costo de la deuda financiera

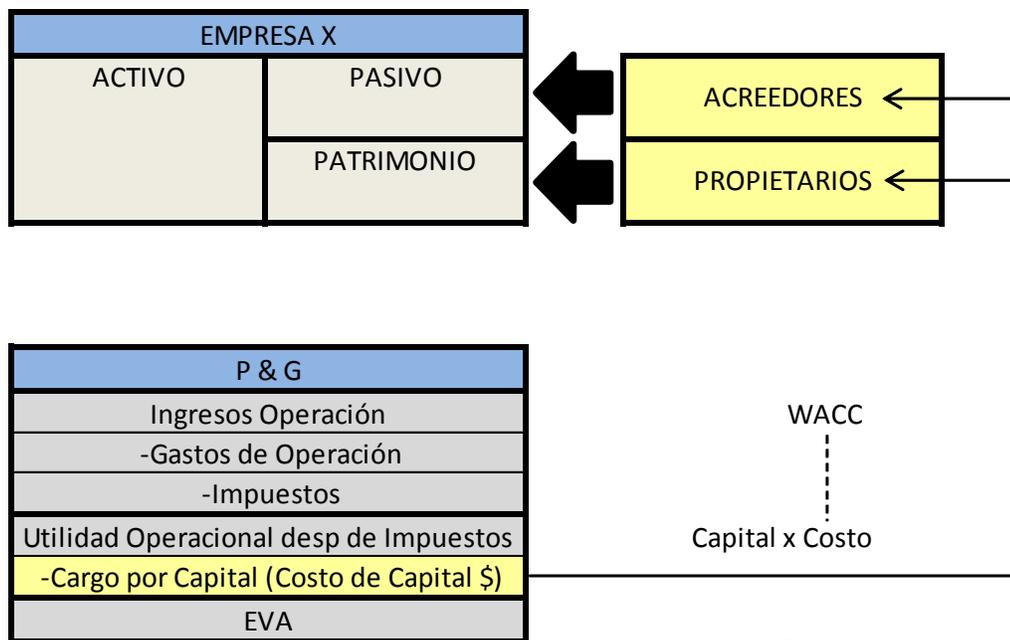
T: Tasa de impuesto a las ganancias

tiene aversión al riesgo? Por aversión al riesgo se entiende que a igualdad de rentabilidad esperada, un inversor siempre preferirá la cartera con menor riesgo (Fernández, 1998)

Después de haber obtenido el WACC es posible calcular el EVA, partiendo de la utilidad operativa que se encuentra en el Estado de Resultados. Se deben calcular los impuestos aplicados sobre esa utilidad y se obtiene una utilidad operativa después de impuestos (UODI), que deberá cubrir el cargo por el uso del capital (Capital x WACC), si es así, existirá valor agregado (EVA positivo)(Acuña, G 2001):

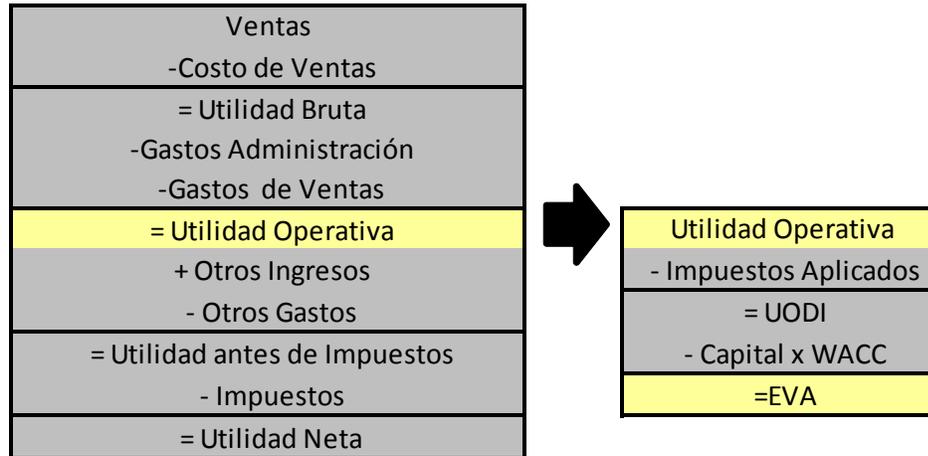
$$\text{Utilidad Neta Operativa Después de Impuestos} - \left\{ \text{Costo Promedio del Capital} \times \text{Deuda y Capital Propio} \right\}$$

Ilustración 1 Calculo EVA



Fuente: (Suarez & Calderón)

Ilustración 2 Explicación EVA desde el P&G y Estado de Resultados



Fuente: (Suarez & Calderón)

Ilustración 3 Explicación del EVA desde P&G

Otro método financiero de calcular el EVA propuesto por Bravo, O sería el siguiente:

| | |
|-------------------------|--------------------------|
| $\frac{ROIC}{WACC} = 1$ | No hay creación de valor |
| $\frac{ROIC}{WACC} > 1$ | Hay creación de valor |
| $\frac{ROIC}{WACC} < 1$ | Hay destrucción de valor |

Ilustración 4 Método alternativo para el cálculo del EVA

En la fórmula anterior, se pretende comparar el costo promedio ponderado del capital con el retorno sobre el capital invertido; así, si el retorno es mayor al costo promedio ponderado del capital se dice que en la empresa hay creación de valor; si es mayor el WACC entonces habrá destrucción de valor (Bravo. O).

El UADI tiene la labor de excluir las utilidades extraordinarias y mostrar realmente el dinero que está generando la empresa en el ejercicio de su actividad principal; para calcular éste es necesario añadir a la utilidad neta los gastos

financieros, restarle las utilidades extraordinarias y sumarle las perdidas extraordinarias. (Amat. O 1999)

| | |
|-------|--------------------|
| | Utilidad neta |
| + | Gastos financieros |
| | Utilidades |
| - | extraordinarias |
| | Perdidas |
| + | extraordinarias |
| <hr/> | |
| = | UADI |

Para el cálculo del EVA es necesario obtener el valor contable del activo, puesto que este es el segundo de las tres variables que inciden directamente en el cálculo, el valor contable del activo puede aumentar el indicador reduciendo el activo o adquiriendo aquellos que generen rendimientos superiores al costo de capital. Éste, al igual que a muchos de los indicadores, cómo se analizará más adelante, es fácilmente manipulable por lo cual es necesario establecer unos parámetros claros para la dirección a la hora de aplicar el EVA. (Worthington. A & West. T ,2001)

Es recomendado para el cálculo de este usar los valores del mercado de cada activo, afectándolo cada vez que sea necesario y depreciándolo cada periodo contable, calcular el valor promedio de los activos utilizados en el periodo y deducirle al activo la financiación que es realizada por los proveedores.

La fórmula para calcular los activos es la siguiente:

| | |
|---|---|
| | <i>Activos (valor de adquisición)</i> |
| - | <i>Amortizaciones del activo fijo</i> |
| + | <i>Plusvalías producidas en los activos</i> |

- *Minusvalías producidas en los activos*
Financiación automática de
proveedores, hacienda pública,
- *seguridad social*

= *Activo neto (valor del mercado)*

Debido al uso de la contabilidad creativa para hacer quedar bien a quienes administran los recursos, se debe tener especial cuidado a la hora de evaluar las prácticas contables que se realizan con los activos, puesto que se pueden usar estrategias como revalorización de activos, hacer pasar gastos como activos fijos, enviar a gastos inversiones en activos fijos y otros, con el fin de aumentar las utilidades.

Para evitar esto y aumentar la fidelidad y comparabilidad del indicador es necesario hacer ajustes tales como la evaluación de valores de mercado, actualización de los balances, no incluir la influencia de los costos e ingresos que no están asociados con la operación principal de la empresa, hacer los cálculos con la premisa de que la compañía está financiada únicamente con capital propio y no incluir impuestos latentes hasta que se contabilizan en el nivel que conciernen. (Abdeen, A. & Haight, T 2000)

Cada empresa debe evaluar que tipo de apalancamiento quiere obtener puesto que cada uno de estos tiene sus ventajas y desventajas, si el apalancamiento se realiza vía patrimonio puede que el costo del capital sea mayor que el de los préstamos puesto que usualmente estos últimos tienen exención de impuestos, la debilidad de este es el aumento del riesgo, en cambio el apalancamiento por patrimonio no es deducible de impuestos, cuando se calcula la rentabilidad del patrimonio siempre es más bajo, pero hay que tener cuidado a la hora de elegir una u otra es necesario evaluar tanto su costo como su riesgo.

El EVA permite evaluar la empresa desde un punto de vista muy interesante, ya que en éste se pueden diferenciar los ingresos operativos de los no operativos, además de descubrir reservas que pudieran ser añadidas al capital en alguna otra de sus cuentas (Baran, 2007) .

Es necesario hacer ajustes que revelen la realidad económica de la empresa y evitar tanto los efectos de las normas contables como los ajustes realizados por la contabilidad creativa y el ajuste a los intereses de la empresa. Uno de los inconvenientes que puede afectar mucho estos ajustes es la aproximación a algunas transacciones en donde la valoración es subjetiva como amortizaciones, depreciaciones, revalorizaciones, provisiones periodificaciones. Dicho esto, la contabilidad realizada en la empresa a través de los periodos considerados debe tener las mismas normas de valoración; es decir, que durante todos los periodos analizados, los ajustes que se hacen deben ser en las mismas cuentas y siguiendo los mismos parámetros de forma que efectivamente los resultados puedan ser comparables entre un periodo y otro.

Lo mismo pasa al intentar comparar el EVA de diferentes empresas; es necesario que el cálculo sea uniforme y que si no lo es, se deben hacer las correcciones necesarias. La adopción del EVA no es una garantía para el éxito de la empresa, puesto que aunque se hacen ajustes que ayudan mucho a la medición, manejo y motivación, existen también diversos factores que pueden evitar que éste sistema sea efectivo como por ejemplo una estrategia perdedora, una organización inapropiada, una selección de un marketing mix inadecuado o poco efectivo, productos de mala calidad, mal servicio etc. (Stern. J & Shiely. J 2001)

A continuación se presentan las investigaciones realizadas con respecto a los principales ajustes contables que se realizan para el cálculo del EVA. (Tabla 1)

Tabla 1 Investigaciones realizadas con respecto a los principales ajustes contables que se realizan para el cálculo del EVA.

| | Ajuste al PCGA. | Ajustes sugeridos para el cálculo del EVA | Resultados de la investigación. |
|----|--|---|--|
| 1. | Esfuerzos exitosos para incluir tan solo las inversiones exitosas en el balance contable. | Distorsiona las ganancias en el año de pérdidas y ganancias, posteriormente, exagera las ganancias. Las inversiones infructuosas deben ser capitalizadas. | Young (1999) dijo que las inversiones infructuosas deben ser también capitalizadas y el cargo al capital debe ser recuperada gradualmente durante el periodo de pérdidas y ganancias. |
| 2. | Investigación y desarrollo e inversiones recurrentes deben ser cargados a las inversiones y los intereses capitalizados. | Es una inversión, sin importar si es exitosa o no. Para ser capitalizada y añadida a los rendimientos operativos. | Young (1999) dice que desde que no haya una gran fluctuación en los gastos de I+D año tras año. Este no alterara el EVA Anderson <i>et al.</i> (2004) encontró que este es uno de los dos ajustes que impactan realmente el EVA. |
| 3. | Por impuestos diferidos, se debe a las diferencias temporales entre los beneficios gravables y beneficios contables que surgen debido a la depreciación (en la mayoría de los casos). Provisión para garantías y deudas incobrables. | Deben ser agregados nuevamente al capital invertido y el NOPAT ajustado para medir los beneficios económicos. | Young (1999) reporta que este lleva al EVA cerca de los flujos de efectivo mediante la eliminación de una de las cabezas importantes contabilizadas bajo el método de acumulación. Young y O'Byrne (2003) agrega que estos deben ser reconocidos en la base del valor actual mediante el descuento de ellos en la TIR. |
| 4. | Las Reservas UEPS - Los PCGA permiten la contabilidad de los inventarios por el método UEPS en algunos países. | La reserva debe ser añadida al capital invertido y año tras año incrementada para ser devuelta al resultado operativo después de Impuesto (NOPAT) | Young (1999) argumenta que las tasas de inflación moderada, durante el período en estudio, ha hecho que las reservas UEPS sean potencialmente menos distorsionadas. Anderson et al. (2004) difiere y reporta que las reservas de UEPS impactan el EVA de manera significativa. |
| 5. | Depreciación- Usando métodos como el de la línea recta o el valor después de la amortización usando el PCGA. | Sugiere que el cargo cargo por depreciación sea utilizando el método de fondo de amortización o exactamente de la misma manera en que los préstamos bancarios se amortizan. | Young (1999) comenta que el ajuste es esencial para hacer el EVA fiable y también para evitar la caída de EVA a corto plazo debido a la depreciación. |
| 6. | Goodwill- Capitalización y amortización posterior, o la inmediata cancelación, dependiendo del país. | Deben ser capitalizados. Representa el capital invertido. Año en curso, la cancelación se debe volver a agregar al PCGA. | Anderson <i>et al.</i> (2004) encuentra que estas no son significantes y no alteran materialmente el EVA |
| 7. | Arrendamientos operativos- tratados como gastos de alquiler y se restará de PCGA. | Debe ser capitalizada | Anderson <i>et al.</i> (2004) propone que es estadísticamente significativo. Young & O'Byrne (2003) encuentran que para la mayoría de las empresas este no va a alterar el EVA. |

Fuente: Chari. L (2009)

Capítulo 3. ANÁLISIS DE INDICADORES FINANCIEROS VS EVA.

Introducción

Las empresas siempre necesitan estar midiendo su operación y sus resultados; necesitan conocer de sus ingresos, de sus costos, de sus utilidades, de su rentabilidad; tener claro y siempre presente el estatus de la empresa para conocer en qué aspectos el negocio es eficiente y en cuáles no. Es necesario conocer el ejercicio de la empresa, pues esto permitirá saber tanto en qué áreas o aspectos de la empresa, los resultados están siendo favorables, como en qué áreas los resultados no son los esperados y es necesario tomar correctivos. (Abdeen. A & Haih, 2000)

Para este control y análisis, tradicionalmente se han desarrollado diferentes indicadores como por ejemplo el precio de mercado de las acciones, utilidad neta, dividendos, el flujo de caja, flujo de caja libre, al igual que la rentabilidad del activo y la rentabilidad del patrimonio (Goldberg. S 1999)

En el presente capítulo se exponen las principales fortalezas y falencias de estos indicadores tradicionales llegando a la conclusión de que si bien el EVA no es una medida perfecta y que también tiene sus falencias, sí es por lo menos una medida un poco más real y más fidedigna de la situación de la empresa.

También se explica el concepto de contabilidad creativa que es la manipulación de la información contable basándose en los huecos legales; es decir, es una especie de maquillaje de la información pero con apariencia de legal. Esta práctica afecta a muchos de los indicadores tradicionales al igual que puede afectar al EVA. (Naser, 1993)

Es necesario aclarar que es altamente recomendado utilizar el EVA pero no usarlo como único indicador para el análisis general de la empresa, es importante que durante el análisis, además del EVA se incluyan otros indicadores

que permitan dar alguna perspectiva de algunos temas específicos de la empresa. (Keys, Azamhuzjaev, & Mackey, 2001)

Precio de Mercado de las Acciones

Este es un indicador que se caracteriza por ser muy fácil de obtener puesto que depende de un mercado de valores cuya información siempre debe ser pública (Sanchez, 1992). Es también muy fácil de entender debido a que simplemente indica cual es el precio de la acción de determinada empresa y puede también mostrar su evolución durante un periodo de tiempo, por lo cual se puede entender su comportamiento y saber si su valor a aumentado o disminuido.

Este indicador tiene como aspectos favorables el tener en cuenta toda la información de la empresa, incluyendo el riesgo con el que opera, inversiones, liquidez y las expectativas de la empresa; lo que lo hace ver muy completo. (Amat, EVA. Valor Económico Agregado, 1999).

Existen también algunas desventajas importantes en cuanto a este indicador y es que al estar inmerso y dependiente de un sistema tan grande como una bolsa o un mercado de valores, es posible que muchas veces el comportamiento de éste último sea el que inflencie el comportamiento de la acción de la empresa (Andia Valencia, 2004 en Vergiú & Bendezú, 2007).

Así, por ejemplo, si se está pasando por un muy buen momento de la economía, esto repercutirá positivamente en el mercado de valores como un todo impulsando las acciones al alza; así, el buen comportamiento de la acción de la empresa será más por una respuesta de mercado y de coyuntura que de gestiones propias.

En algunas ocasiones es posible que el comportamiento de la bolsa no es sea un reflejo del comportamiento real del mercado, lo cual ocurre debido a la irracionalidad de los inversionistas. Esta irracionalidad se puede exponer por

ejemplo en los casos de las burbujas financieras, en donde las personas asumen directamente que si los precios están subiendo, entonces por inercia seguirán subiendo. Muchas veces también se asume la postura de la mayoría, en donde si esta piensa que las acciones tendrán algún comportamiento específico, entonces se asume que como la mayoría de las personas piensan esto es por que debe ser así (Guilanyà, 2006).

Como lo decía el gran inversor Nicolas Darvas (1960): “No hay actividad humana que genere tantos comportamientos irracionales como la Bolsa de valores. Parece que hay algo hipnótico en cuanto a las acciones que hace que las personas se comporten de una forma en que nunca lo harían en ningún otro campo de alguna actividad.”

Es necesario hacer una claridad en cuanto a este tema y es que lo más normal y lo más estable es que el precio de mercado de una acción sí represente el comportamiento y el valor de una empresa, teniendo en cuenta además su posible comportamiento futuro. Pero por las dos distorsiones que se presentan anteriormente que se pueden presentar, pues no se puede confiar plenamente en este indicador, ni asumir que este brindará siempre el valor real de la empresa

Por esto, aunque es un indicador que es simple, que se puede obtener de forma inmediata, en el que se puede evaluar su evolución y ser claramente comparable con el de otras empresas, no es un indicador completamente fiable.

Utilidad Neta

Este es un indicador cuyo estudio siempre va a ser importante puesto que la generación de máximas utilidades es generalmente el principal objetivo de las empresas.

La utilidad neta puede ser uno de los indicadores financieros más simples, puesto que siempre es tenido en cuenta en la contabilidad tradicional dentro del estado de pérdidas y ganancias, sin necesidad de algún análisis posterior.

| |
|--------------------------------------|
| <i>Ventas Netas</i> |
| - <i>Costo de Ventas</i> |
| = <i>Utilidad Bruta</i> |
| - <i>Gastos Operacionales</i> |
| = <i>Utilidad Operacional</i> |
| + <i>Ingresos no Operacionales</i> |
| - <i>Egresos no Operacionales</i> |
| = <i>Utilidad antes de impuestos</i> |
| - <i>Impuestos</i> |
| = <i>Utilidad Neta</i> |

Es un indicador que analiza todo el ejercicio de la empresa desde sus ingresos por las ventas, pasando por sus costos, por los gastos de operación, pasando también por los ingresos y los egresos no operacionales hasta llegar al punto en que se causa el pago de los impuestos, permitiendo conocer contablemente si ésta empresa generando ganancias o pérdidas por su operación.

De acuerdo con muchos analistas, la utilidad neta es el rubro clave en el estado de resultados al incorporar cualquier impuesto pagado. (Madura, 2009)

Su falla, como en muchos otros indicadores incluido el EVA será la posible manipulación y su fragilidad respecto a la contabilidad creativa, concepto que por su complejidad y por su impacto directo sobre diversos indicadores implica un trato más cuidadoso por lo que se desarrollara más adelante; por ahora se señala

que ésta se refiere a la transformación (maquillaje) de los números contables, según lo que se quiera mostrar de su análisis (Keys D. e., 2001).

Otro problema que presenta este indicador es que si sólo se basa en él, sin compararlo con ninguna otra información ni algunos otros datos, al sólo interesarse en las utilidades al final del ejercicio, no habría contemplación del riesgo que se está asumiendo para obtener estas utilidades.

Estos riesgos pueden ser por ejemplo solicitar o incentivar el aumento de capital con el cual se puedan mejorar algunos procesos o inclusive las ventas, pero que al ser aportado por los accionistas, no entraría en ningún momento dentro de las cuentas de este indicador. Se puede llegar a pensar que la financiación de los accionistas no tendría costo, lo cual sería irresponsable pues siempre existe este costo de oportunidad. (Stern, Stewart, & Chew, 1995)

También se podría aumentar excesivamente las ventas a crédito, lo que hará aumentar positivamente el indicador, pero que podrá afectar la liquides de la empresa en el corto plazo.

Dividendos

Como lo expresa Díaz (2006), estos son una de las formas más comunes de remuneración en que las sociedades hacen partícipes de los beneficios a sus accionistas. La misma autora explica los dos procedimientos más comunes con los que se pueden calcular y repartir los dividendos.

La primera de estas, es cuando se fija una cantidad monetaria por cada acción; es decir, que se define que por cada acción que posea una persona (o entidad) se le pagarán a él 30 pesos. Así, siempre será una cantidad fija por cada acción que se tenga en unos periodos establecidos de tiempo.

La otra forma que explica el autor, es el dividendo por *payout*, es decir cuando los dividendos son un porcentaje sobre las utilidades de la empresa; es

decir, que se define por ejemplo que sobre las utilidades que genere la empresa, se repartirán el 10% de ésta entre los accionistas.

En sí, los dividendos son los dineros que recibe un accionista por sus derechos adquiridos con la empresa; de esta forma, se esperaría que si una empresa está bien financieramente y está presentando buenos resultados, los dividendos serán provechosos para el inversionista.

Lastimosamente esto no siempre es así, y es precisamente allí donde están las debilidades de este indicador: Muchas veces se rigen más por sus intereses a corto plazo que por lo que realmente le conviene a la compañía en el largo plazo.

Es común ver en algunos casos a compañías que están teniendo pérdidas, que repartan dividendos a sus accionistas así los tengan que pagar con sus reservas, con el fin de ocultar sus problemas exigentes y no perjudicar a la empresa en el corto plazo (Amat, 1999).

Otra de las debilidades de este indicador – que es también común en otros indicadores como el ROI y el ROE - es su imposibilidad de calcularlo por unidad de negocio, puesto que los dividendos se reparten por toda la empresa; así es imposible saber cuáles son las áreas que mejor se están desempeñando y cuales las que no lo están haciendo bien, lo que permitiría tomar correctivos y acciones para el bien general de la compañía.

Finalmente, otra dificultad encontrada en este indicador, es que no siempre cuando una empresa está muy bien financiera y operacionalmente esté repartiendo dividendos como sería de esperarse para este indicador. Esto pasa, y es bastante lógico, porque si estas empresas están reportando crecimientos importantes preferirán usar estos fondos en las inversiones que necesiten realizar. (Amat, 1999).

Flujo de Caja y Flujo de Caja Libre

El flujo de caja para una empresa se calcula sumando a la utilidad neta las amortizaciones, las depreciaciones y las provisiones puesto que estas tres cuentas son gastos que no se pagan; que es necesario incluir en la contabilidad debido a su causación antes de pagar impuestos; pero que al no ser salida de tesorería no le está quitando liquidez a la empresa. (Amat, 2008)

| |
|------------------|
| Utilidad neta |
| + Depreciaciones |
| + Provisiones |
| <hr/> |
| = Flujo de Caja |

Uno de los inconvenientes que puede presentar este indicador es que el tema de las provisiones no es aún un tema lineal, sino que por el contrario existen diversos tipos de provisiones, no existe unanimidad sobre cuáles provisiones deben incluirse en este cálculo, siendo las más comunes las que tienen que ver con las provisiones relacionadas a las depreciaciones de los activos fijos (Oriol Amat. 1999)

El flujo de caja libre se calcula a partir de la utilidad antes de impuestos e intereses de las cuales se deducen los impuestos y las inversiones en activos, además de adicionar las depreciaciones:

| |
|---|
| Utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) |
| - Impuestos sobre la UAI |
| + Depreciaciones |
| - Inversión en activos fijos |
| - Capital Circulante |

= Flujo de Caja Libre

Una de las grandes importancias de estos dos indicadores es que su análisis permita un examen más real de la liquidez de la empresa puesto que el flujo de caja se basa en la salida de efectivo en tanto que el estado de resultados se basa en la causación del mismo.

Estos dos indicadores por su gran énfasis y necesidad de la utilidad neta, pueden ser afectados por la posibilidad de maquillaje de esta cuenta, pues se presentarían los mismos inconvenientes y las mismas vacíos que se explicaron anteriormente para el indicador de la utilidad neta.

Un indicador que se usa mucho y depende directamente de los dos anteriores es el flujo de caja libre para el accionista, el cual deduce también el pago de intereses al igual que la devolución principal de la deuda, además de adicionar los aumentos de deuda.

Este indicador puede igualmente ser de mucha importancia para el análisis de una empresa puesto que puede dar una medida más exacta sobre la liquidez real que presenta la organización y que se encuentra a disposición del accionista. Así, la dirección de la empresa se dedicará a la generación de liquidez.

El flujo de caja libre para el accionista es entonces un indicador recomendado para la evaluación financiera de una empresa; sin embargo, presenta también algunos inconvenientes que pueden hacer que su valor sea manipulable o por lo menos direccionado hacia un objetivo específico, posiblemente perjudicando a la compañía como un todo.

Un claro caso de esto, por ejemplo es la Utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) de la que depende en gran medida. Esta cuenta, como se ha visto anteriormente, y al igual que la utilidad neta pueden ser muy fácilmente manipulables en términos de contabilidad creativa.

Pero puede presentar algún inconveniente un poco más grave y es que, por cuestiones de aumentar este indicador, se podría incurrir en algunas acciones que puedan perjudicar el buen funcionamiento de la empresa, como por ejemplo aumentar el endeudamiento más de lo recomendable o como retrasar inversiones en activos que puedan no rendir a corto plazo – con el fin de mantener el nivel de liquidez) pero que si pudieran ser buenas para la empresa en el largo plazo. Esto podría perjudicar la competitividad futura de la compañía (Amat, 1999)

ROI (Return On Investment)

Rentabilidad del Activo, (ROI por sus siglas en ingles) es uno de los indicadores más utilizados y más importante puesto que su enfoque es muy directo hacia la operación de la empresa, hacia su efectividad. Se relaciona estrechamente con la mejora del rendimiento y de los resultados del negocio (Pullian & Phillips, 2007)

Este indicador, en palabras sencillas, a la hora de evaluar la rentabilidad de un negocio o de una inversión, calcula cómo de eficiente es el gasto que se realiza o que se plantea iniciar (Caboblanco, 2011).

Este es un indicador que se expresa en porcentaje y muestra la razón entre la utilidad antes de intereses e impuestos y los activos utilizados en la operación; de ser posible, es mejor que se analicen los activos promedio del periodo analizado.

El ROI es un buen indicador, siempre y cuando se consideren algunas variables adicionales y se compare frente a otros indicadores, puesto que si se deja el análisis simplemente a este indicador, habrá cabida a errores o manipulaciones que puedan afectar el desempeño de la empresa.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Utilidad antes de intereses e impuestos}}{\text{Activo}}$$

Por el lado de los activos, por ejemplo, podría pasar que en aras de aumentar el valor del ROI se pueda salir de algunos activos para reducir el denominador de la fórmula y así aumentar la misma. Igualmente se podría retrasar inversiones en activos que no sean tan productivas para la empresa a corto plazo o que su rentabilidad no sea inmediata. En estos dos casos se podría perjudicar a la empresa pensando en aumentar el indicador J.H.v.H. Wet & E.Toit (2006).

Con los activos también se puede presentar un caso en el que no sería posible comparar los análisis financieros entre compañías cuando exista diferencia en la fecha de compra de los activos y cuando este es el método para su evaluación. Por ejemplo, en el caso en que dos empresas tengan igual valor de UAll, pero el año de adquisición de los activos sea muy diferente, tendrían un ROI muy distinto, aun cuando el valor actual de los activos sea muy similar. Las compañías más nuevas, tendrán en general valores más altos de los activos lo que conduciría a un menor ROI.

Algo más grave y que puede ser muy común para estos casos es que, como este indicador no tiene en cuenta el costo de oportunidad del dinero, se puede desincentivar inversiones para la empresa que pudieran ser más rentables que el costo de la financiación de la empresa.

Brewer. P, Chandra. G & Hock. C (1999) muestran un ejemplo claro de la debilidad del ROI. La división de impresión de The Ohio Company's recibió una propuesta de los cuarteles generales para expandir su negocio con dos tipos de publicaciones: reparación del hogar y jardines, en donde poseía el capital suficiente para incursionar en estos y poseían un costo de capital del 10%. Las publicaciones de reparación casera tienen el 13.68% de rentabilidad proyectada y los catálogos de jardines el 18.75%; si se usara el ROI estos dos nuevos negocios tendrían una rentabilidad del 15% si actúan en conjunto, pero debido a que los administradores prefieren el beneficio propio al de los accionistas, optara por

hacer la inversión tan solo en el catalogo de jardines, puesto que es el que mayor rentabilidad le genera; un 18.75%, generando así inutilización de capital que puede genera rentabilidad.

El ROI como se expresó antes, es uno de los indicadores más importantes para las empresas y siempre será bueno calcularlo, analizarlo y tenerlo en cuenta. Pero para que éste análisis pueda ser significativo, es necesario que el ROI no sea la única medida de análisis, sino que sea reportado junto con otros indicadores de rendimiento. (Pullian & Phillips, 2007)

Rentabilidad del Patrimonio

La rentabilidad del patrimonio que también es conocida como ROE (Return on Equity, por sus siglas en inglés) es un indicador muy importante para cuantificar la riqueza generada según la inversión de los accionistas. Este indicador muestra cuánto dinero una empresa está haciendo en utilidades a razón del valor en libros del valor del patrimonio (Tracy, 2008)

En otras palabras sería las ganancias que hace una compañía con el dinero del accionista, lo que permitiría evaluar si la empresa está invirtiendo y gastando este dinero eficientemente.

La fórmula de este indicador es:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$$

De destacar para este indicador está su facilidad para la obtención de los datos y para su cálculo, pues las cuentas que lo componen están siempre presentes en el balance general de una empresa. Igualmente, al incluir la utilidad neta dentro del análisis, para esta, en su cálculo ya se han teniendo en cuenta los costos de endeudamiento para la empresa.

Asimismo, por no depender de los activos, no tendrá el problema que se veía para el ROI en el que se desincentivaran las inversiones que fueran menos rentables que el costo de oportunidad de los accionistas; así, los directivos estarán estimulados a pensar como inversionistas. (Amat, 2008)

Según esto, aunque es un indicador importante para los accionistas y para sus propios análisis, presentará algunos inconvenientes que vienen directamente relacionados con la utilidad neta que se analizó anteriormente.

Asimismo, para la cuenta del patrimonio, es necesario que en la contabilidad se haga una revalorización del patrimonio en la que se tenga en cuenta la inflación pues si esto no ocurre, una empresa con un capital de COP \$2'000.000 creada hace 15 años, tendrá el mismo ROE -asumiendo que las utilidades netas de las dos empresas son iguales- que una empresa con igual capital creada el año anterior, lo cual no tendría ninguna lógica.

Según lo visto anteriormente para los indicadores tradicionales, todos estos pueden presentar inconvenientes o pueden ser susceptibles a manipulaciones que puedan perjudicar a la empresa en el largo plazo.

Igualmente no se puede simplemente decir que estos indicadores son malos en sí mismos para la empresa, pues la realidad es que ellos pueden brindar información muy valiosa acerca del comportamiento de la compañía y de su propia gestión. No se puede confiar ciegamente en alguno de estos indicadores, sino que por el contrario, es necesario cuestionarlos, compararlos hacia las estrategias y hacia otros indicadores. Es necesario además que la persona encargada de esta evaluación financiera sea una que piense como los accionistas, es decir, por el bien de la empresa y no simplemente de mostrar unos indicadores favorables. (Keys, Azamhuzjaev, & Mackey, 2001)

Los inconvenientes más comunes que presentan estos indicadores tradicionales son por ejemplo, que algunos de ellos no pueden ser calculados

para cada unidad de negocio dentro de una empresa; es decir; se podrán calcular para la empresa en general, como un todo, pero no se podrá saber cuáles de sus unidades serán las más eficientes y cuales las que más fallas presentan en sus resultados.

Otro de los problemas más comunes para estos indicadores es que no estimula una inversión que supere el costo de oportunidad de los inversionistas, como se explicaba en el ROI, pues en los otros indicadores, la salida de dinero para las inversiones –que no serán tan rentables inmediatamente, sino en un mediano o largo plazo- afectará las cuentas de utilidad perturbando al indicador.

Muchos de ellos tampoco consideran el costo del dinero y no consideran el costo de oportunidad para los accionistas, sino que sólo ven el ingreso de tesoro sin incurrir en el análisis del costo que este tiene para las personas que lo entregan.

Finalmente, y como se explica con la mayoría de estos indicadores, estos pueden estar sujetos a prácticas de contabilidad creativa y a manipulaciones de las personas que elaboran los indicadores con el fin de mejorar estos y presentar unos buenos resultados –maquillados- a los accionistas.

A continuación se muestra una tabla con las ventajas e inconvenientes de los indicadores tradicionales de medición del valor generado por la empresa y de la gestión de los directivos.

Tabla 2 Ventajas e inconvenientes de los indicadores tradicionales de medición del valor generado por la empresa y de la gestión de los directivos.

| | Precio de mercado acciones | Beneficio neto | Dividendo | Flujo de caja | Flujo de caja libre | ROI | ROE |
|---|----------------------------|----------------|-----------|---------------|---------------------|-----|-----|
| Claro | si | si | si | sí | si | si | Si |
| Fácil de obtener | sí | si | si | sí | si | si | Si |
| Poco influenciado por la coyuntura bursátil | no | si | si | si | si | si | Sí |
| Alta correlación con la rentabilidad del accionista | sí | si | si | si | si | no | Si |
| Calculable para cada unidad de negocio | no | si | no | si | si | si | no |
| Poco susceptible de maquillajes contables | si | no | no | no | no | no | no |
| Fiabilidad de los datos para comparar con otras empresas | si | no | no | no | no | no | no |
| Poco afectado por prácticas cortoplacistas que pueden perjudicar a la empresa a largo plazo | si | no | no | no | no | no | no |
| Relacionado con la liquidez generada | sí | no | no | si | si | no | no |
| Tiene en cuenta el riesgo con el que se trabaja | si | no | no | no | no | no | no |
| Considera todos los costes, incluidos los financieros de las aportaciones de capital de los accionistas | sí | no | no | no | no | no | si |
| Anima inversiones siempre que su rentabilidad supere el coste de oportunidad de los accionistas | si | no | no | no | no | no | si |
| Incentiva a los directivos a actuar como accionistas | si | si | si | sí | si | no | si |
| Considera las expectativas de futuro de la empresa* | si | no | no | no | no | no | no |

*Cuando te indica "no" es que se trata del valor del indicador cuando se calcula con datos históricos de la empresa

Fuente: (Amat, 1999)

Contabilidad Creativa

Lo primero que se debe decir de este concepto es que no es fácil de regular ni fácil de limitar, puesto que muchas veces las normativas legales de los países permiten vacíos que se prestan para la acción de estas prácticas.

Existe un conflicto de intereses para los directivos y gerentes de las empresas debido a que están tan concentrados en metas que a veces entran en conflicto con la creación de valor como buscar mayores cuotas de mercado, volumen de ventas, satisfacción del cliente, etc. Y se olvidan, o simplemente no buscan generar valor, puesto que no son dueños o poseen una parte muy pequeña de la empresa, y por ende tienden a buscar el beneficio propio y no el general, Young, S. & O'Byrne, S. (2000). Según Stern. J & Shiely. J (2001) los CEOs de muchas compañías en Wall Street ven como una práctica normal manipular las ganancias para "lo que ellos creen son los deseos de Wall Street. De hecho, muchos ejecutivos creen que este tipo de manipulación no es sólo aceptable, sino que es su deber".

"la transformación de los números de la contabilidad financiera de lo que realmente son, a lo que quien los prepara quiere que sean, aprovechando las reglas existentes y/o ignorando algunas o todas ellas" (Naser, 1993)

Como lo explica el autor, esta práctica se hace en algunas ocasiones dentro de las leyes existentes por lo que realmente resulta difícil limitarla y cuestionarla. Esta se usa principalmente para suavizar los ingresos de forma que estos se vean con una tendencia firme y no como volátiles y erráticos.

También es usada esta práctica con el fin de cumplir con las metas o proyecciones de la empresa, distraer la atención o retardar las malas noticias, al igual que para pagar menos impuestos, todo eso se puede hacer por medio de algunas de estas técnicas enunciadas a continuación: (Vaisberg, 2002)

- Posibilidad de seleccionar entre distintos métodos contables (ej. inventario FIFO vs. LIFO)
- Necesidad de hacer ciertas estimaciones, juicios o predicciones para ciertas transacciones (ej. estimar la vida útil de un activo)
- Inclusión de transacciones artificiales para diferir o adelantar ganancias (ej. vender un activo a un banco, para después hacer leasing sobre el mismo)
- Sincronizar transacciones legítimas de forma que den cierta impresión (ej. vender un activo cuyo valor actual es muy superior al valor histórico, para aumentar el ingreso).

Este concepto de Contabilidad Creativa (CC) genera a su alrededor una serie de debates y discusiones a cerca de su legalidad y de su ética. Algunos autores, cuando en esta práctica se aproveche de las opciones y flexibilidad que la propia normativa ofrece, entonces consideran que la contabilidad creativa es “legal”. (Osma & Albornoz, 2005)

También hay un concepto muy generalizado en el cual lo que se está haciendo con la CC es usar las normas vigentes y principalmente los vacíos que estas presentan, pero sin salirse necesariamente de lo que pide la ley. “Consiste en darle vueltas a las normas para buscar una escapatoria”. (Jameson, 1988).

Hay algunos autores un poco más fuertes en cuanto a está practica a la que sí definen como fraude, por más de que admitan que en la literatura todavía se les da algún tinte de legal (Blasco, 1988):

“El término ‘contabilidad creativa’ se ha introducido en la literatura española para describir el proceso mediante el cual se utilizan los conocimientos de las normas contables para manipular las cifras de las cuentas anuales (...). Podría decirse que es un eufemismo, utilizado para evitar referirse a estas prácticas por sus verdaderos nombres: artificios contables, manipulaciones contables, fraudes”.

Según todo lo anterior, se puede decir que la CC es que es una práctica que puede ser aceptada y camuflada como legal, pero no porque las normas quieren que exista ésta, sino porque en ocasiones las normas no pueden anticiparse a todos los comportamientos humanos ni pueden definir exactamente en el papel como puede ser la contabilidad, pues siempre habrá lugar a la elección y decisión de las personas.

Entonces, las personas que se encargan de la contabilidad, y de las cuales su intención no es mostrar la situación de la empresa de forma neutral ni razonable, sino por el contrario, presentar unos resultados deseados, unos resultados buscados por estas personas con alguna finalidad determinada (Martinez, Bermudez, & Hidalgo, 2003).

Esta finalidad puede ser mostrar unos indicadores inflados y que muestren una situación financiera muy positiva para la empresa cuando realmente no es así, para cumplir con las metas propuestas o para quedar bien ante los accionistas y mostrando que se está haciendo un buen trabajo.

La CC no se usa simplemente por la avaricia de los ejecutivos, sino que tiene mucho que ver con la presión y el costo que ejercen los mercados en el corto plazo a las empresas que no presentan altas ganancias.

Amat.O(1999) propone una lista de puntos críticos a la hora de de la aplicación de la contabilidad creativa :

- Revalorización del activo fijo
- Costos indirectos de producción imputados en el activo fijo producido en la propia empresa.
- Activación de gastos de mantenimiento, reparaciones, mejoras, ampliaciones, o modernizaciones.
- Valoración del goodwill.
- Depreciación del activo fijo.

- Estimaciones realizadas en relación con provisiones y ajustes por periodificación. (ajustes al final del año contable)
- Valoración de las existencias.
- Distinción entre utilidades ordinarias y extraordinarias.
- Ajustes por inflación.

En los mercados cuando una empresa reporta que está en una situación financiera complicada, cuando revelan la verdadera información contable al mercado y asumen las dificultades que están teniendo, son inmediatamente castigadas por el mercado en el valor de sus acciones o en sus calificaciones de deuda corporativa; entonces será mejor para ellos maquillar la información y presentar los resultados contables deseados en lugar de reportar sus resultados reales (Uzarra).

Así, es necesario igualmente que los empresarios, los directores y los accionistas sepan, que aunque es muy posible que el mercado y los clientes los puedan castigar, es mejor ser claros con ellos pues esa debe ser la razón social de las empresas, su responsabilidad con la sociedad.

Young, S. & O'Byrne, S. explican que existen evidencias que sugieren que las empresas con buena reputación en productos y servicios, atracción y mantenimiento de talento humano y responsabilidad social tienden a sobrepasar los rendimientos promedio en bolsa por ende las inversiones en Investigación y Desarrollo (I+D), una buena gestión.

Empresas que actuaron en contra de esto último –o sea, usando la contabilidad creativa- destrozaron la vida de miles de personas y pusieron a temblar economías mundiales. Es el caso por ejemplo de ENRON, empresa que llegó a ser valorada como el séptimo grupo de mayor valor empresarial en Estados Unidos, pero que hoy se ha convertido en un caso de referencia en cualquier facultad de economía sobre cómo aprovecharse del vacío legal contable para maquillar ciertos estados financieros puede conducir al caos.

Existen numerosos estudios acerca del EVA, de la efectividad y confianza que posee este indicador, a continuación se enseña una relación de estos.

Tabla 3 Estudios sobre el EVA

| Autor | Metodología y muestra | Resultados del estudio |
|-----------------------------|--|--|
| Worthington & Tracey (2004) | Examina la asociación de los rendimientos de las acciones con el EVA, con el ingreso residual, con los ingresos y con el flujo de caja libre. Utiliza una muestra de 110 empresas Australianas en el período de 1992-1998. | Destaca que el rendimiento de las acciones está más asociado con el EVA que los otros. Encuentra también que los ajustes por principios de contabilidad generalmente aceptada son significativos para explicar los cambios en el EVA |
| (Uyemura, 1996) | Examina la asociación del Valor de Mercado Agregado (VMA) con el EVA, el ROI, el ROE, los ingresos netos y las ganancias por acción. Utiliza los datos de los 100 mejores bancos en el periodo de 1986-1995 | El EVA explica el 40% de las variaciones de la MVA. En los otros indicadores este porcentaje es mucho menor. Ayuda en la evaluación integral del riesgo y la metodología racional de asignación de capital. Tiene buen desempeño como herramienta de medición, ya que ayuda a la fijación de metas objetivo y planes de incentivos integrados usando el sistema de bonificaciones bancarias. |
| Biddle <i>et al.</i> (1999) | Examina la relación del rendimiento de las acciones con el EVA, con el ingreso residual y con los flujos de caja. Utiliza una muestra de 773 empresas en el periodo de 1983-1994 | Los ingresos contables están más asociados con los rendimientos y los valores de la empresa. Incluso en las empresas que adoptaron el EVA, los ingresos dominaron en la explicación sobre la rentabilidad de las acciones. Los componentes de EVA como el requerimiento de capital y los ajustes contables, no tienen una relación significativa con respecto a los rendimientos de las acciones |

| | | |
|-----------------------|--|--|
| Baneijee (2000) | Indica si el valor de mercado de una empresa se puede predecir con flujos futuros estimados de EVA. Utiliza los datos de 200 empresas de la India durante un periodo de cinco años. | El valor de mercado de las empresas se pueden predecir usando valores estimados del EVA. El valor de mercado se explica más por el valor operacional actual que por el valor del crecimiento futuro. |
| Chenn & Dodd (1997) | Utilizando los datos de 566 empresas de EE.UU., se pudo establecer si el EVA es mejor que otras medidas en un plazo de 10 años. | Encuentra que el EVA es tan bueno como los ingresos residuales para la explicación de la rentabilidad de las acciones. Comenta que los ajustes contables del EVA no son significativos. |
| Tsuji (2006) | Utilizando los datos de 561 empresas japonesas listadas en la Bolsa de Tokio durante un largo período de 22 años (1982-2002), evalúa la superioridad del EVA sobre las ganancias y flujos de efectivo. | Los valores corporativos del mercado poseen vínculos más estrechos con las ganancias y flujos de efectivo que con el EVA. |
| Lehn & Makhija (1996) | Utiliza los datos de 452 empresas durante un período de 10 años a partir de 1985 a 1994. | El EVA tiene una correlación más fuerte con el precio de las acciones que con otros indicadores |
| Feltham et al. (2004) | Utiliza la información actualizada sobre el EVA de las empresas empleadas por Wallace, como también utiliza la información del EVA de las empresas canadienses para el período 1995-1999. | Llegan a la conclusión de que el EVA tiene un poder mayor que los ganancias para explicar el rendimiento de las acciones en el mercado de valores ajustados. |
| Salmi & Ikka (2001) | Compara el EVA con los indicadores de la contabilidad tradicional utilizando un enfoque de simulación controlada. | El EVA es más inestable que el tradicional ROI y está directamente relacionada con el ROE. |
| Kumar & Pal (2008) | Compara el EVA con otros indicadores por medio del método de las encuestas | El EVA es considerado como el mejor indicador de desempeño. Sin embargo, muchas empresas utilizan medidas tradicionales como el rendimiento del capital invertido para medir el desempeño. |

Fuente :Chari. L (2009)

Conclusiones

Como se ha podido observar, los indicadores tradicionales, aunque representan y seguirán representando una valiosa información para la medición de la operación de una organización, son propensos a algunas fallas o manipulaciones dentro de su cálculo.

Por desgracia, la literatura empírica hasta la fecha sugiere que no hay un único indicador basado en la contabilidad en que se puede confiar para explicar los cambios en la riqueza de los accionistas (Chen y Dodd, 1997; Riahi Belkaoui, 1993; Rogerson, 1997; Lehn y Makhija, 1997), citados en (Worthington y West, 2001))

El EVA, si bien no es indicador que solventará todas estas fallas y no es la verdad absoluta en cuanto a la valoración de una empresa, si presenta algunas mejoras, y algunas herramientas que permiten mejorar el análisis de la gestión y la operación para una empresa.

Para empezar, se puede expresar una opinión de los creadores del EVA Stern Stewart & Co.³ quienes afirman que el EVA es superior a las otras medidas, ya que es la medida de desempeño financiero que se acerca más que cualquier otra a la captura del verdadero beneficio económico de una empresa, que además ayuda a los administradores a tomar mejores decisiones y los motiva a obtener mejores resultados.

Así mismo, muchas empresas privadas han mostrado sus preferencias hacia esta medida y expresado públicamente la importancia para ellos del EVA:

-Director financiero AT&T (1992): “La remuneración de nuestros directivos en 1993 estará ligada a la consecución de objetivos de EVA” (Fernández, 1998).

³ Es importante recordar que aunque el EVA es un concepto general que viene desarrollando desde años atrás dentro de la teoría económica, fueron precisamente Joel Stern y Bennet Stewart, con su empresa consultora Stern Stewart & Co quienes patentaron legalmente el concepto del EVA y su aplicación.

-Roberto Goizueta, presidente de Coca-Cola (1993): “Es la manera de controlar la empresa. Para mí es un misterio por qué no lo usa todo el mundo” (Fernández, 1998).

-*Fortune* lo ha mencionado como “*La idea financiera más atractiva en la actualidad*”, “*La verdadera clave para crear riqueza*” (30 September, 1993) y “*Una nueva manera de encontrar negocios*” (9 December, 1996), además de publicar los rankings del EVA de las empresas desde 1993 (Worthington & West, 2001).

Sin duda alguna, lo anterior demuestra una importancia real del EVA dentro del mundo empresarial durante las últimas décadas. Pero si el caso es de analizar y comparar el EVA con respecto a los indicadores tradicionales, es necesario basarse en las falencias de estos y mirar si con el primero es posible solventar algunas de las falencias de los segundos, al igual que observar como corregir algunas de estas. (Chari, 2009)

Oriol Amat (1999) propone por ejemplo unos objetivos que debería cubrir el EVA con el fin de tapar los huecos que dejan los indicadores tradicionales:

- Poder calcularse para cualquier empresa y no sólo para las que cotizan en bolsa.
- Poder aplicarse tanto al conjunto de una empresa como a cualquiera de sus partes (centros de responsabilidad, unidades de negocio, filiales, etc.).
- Considerar todos los costos que se producen en la empresa, entre ellos el costo de la financiación aportada por los accionistas.
- Considerar el riesgo con el que opera la empresa.
- Desanimar prácticas que perjudiquen a la empresa tanto a corto como a largo plazo.
- Aminorar el impacto que la contabilidad creativa puede tener en ciertos datos contables, como las utilidades, por ejemplo.
- Ser fiable cuando se comparan los datos de varias empresas.

En cuanto al primer objetivo de los que menciona Amat, por ser el EVA un indicador de cálculo simple, las cuentas que intervienen en su fórmula son cuentas que siempre tendrán que tener presentes todas las empresas legalmente constituidas. Igual para el tema del costo de oportunidad, son los inversionistas de cada empresa los que definen cual es la rentabilidad alternativa que pueden obtener.

Para el caso de que este indicador pueda aplicarse a las filiales, unidades de negocio o centros de rentabilidad con el fin de poder medir áreas y centros de recursos específicos; esto es totalmente posible con el EVA. Debido a las cuentas según las cuales se basa éste indicador, para cada unidad estratégica de negocio se podrá llegar a medir el valor generado o destruido por la misma y así actuar según estos resultados para dar o restringir valor a cada unidad. (Alonso, 1998).

Cómo es lógico, si el análisis se va a hacer para cada unidad de negocio, es necesario que la información sea fidedigna; que haya un análisis más profundo y una presentación más clara de los balances con el fin de establecer los diferentes recursos, bienes y derechos que emplea cada unidad en su operación y en proceso de obtención de utilidades (Acuña, 2001).

Para el tercer objetivo, es interesante resaltar que precisamente uno de las finalidades del EVA es introducir ese costo de oportunidad que representa una inversión para los accionistas; es decir, que aunque ellos estén invirtiendo un dinero en la empresa a la espera de unos resultados; este dinero también tiene un costo y maneja diferentes alternativas de inversión (Martin, Petty, & Wallace, 2009).

En el tema que tiene que ver con el riesgo con el que opera la empresa, el EVA dentro del costo de oportunidad de los accionistas, considera el riesgo de cada empresa puesto que los inversionistas deben saber el riesgo específico y así esperar sus rentabilidades futuras comparando con la posible rentabilidad de otra

inversión con un nivel similar de riesgo (Fernández, 1998) & (Vergíu & Bendezú, 2007).

Así mismo, como lo expone Gustavo Acuña (2001), El EVA pretende trabajar con el mínimo riesgo, para lo cual debe haber una proporción equilibrada entre el endeudamiento y la inversión de los propietarios, al igual que entre las obligaciones financieras de corto plazo y las de largo plazo. Igualmente, continúa el mismo autor, el EVA plantea que es necesaria una cobertura para los diferentes riesgos que se pueden presentar tales como el tipo de cambio, los intereses del crédito y de los valores bursátiles.

Para el tema que tiene que ver con desanimar las prácticas que perjudiquen a la empresa tanto en el corto como en el largo plazo, se genera una discusión interesante en torno al EVA.

Es necesario hacer es una aclaración que ya se ha hecho antes sobre lo que debe representar el EVA para una empresa; Este indicador financiero no es requisito legal para ninguna empresa como si lo puede ser por ejemplo la utilidad neta, por lo cual las empresa no están obligadas a calcular el EVA ni ha manifestarlo en sus resultados de las operaciones. Así, sabiendo que el EVA no es una obligación, entonces se tendría que interiorizar el concepto dentro de la organización de lo que representa el EVA.

El EVA debe ser una medida interna para la empresa; para llevar un mejor análisis un mayor control que pueda representar la realidad de la empresa. Así, es necesario el compromiso de las personas encargadas de su cálculo y de su análisis para hacer de este lo más transparente posible.

Así, después de hacer esta aclaración, es preciso decir que el EVA también puede ser afectado por inversiones que pudieran afectar la empresa en el corto o en el largo plazo. Esto sucede puesto que la relación entre el EVA y los activos son indirectamente proporcionales; es decir que mientras los activos se reduzcan, el EVA aumentará.

Lo anterior podrá generar una incertidumbre para los administradores de las empresas puesto que como ocurre en algunos indicadores tradicionales, se podrán retrasar o cancelar inversiones en activos que pudieran ser muy rentables en el largo plazo, pero que en la actualidad por temas de aumentar la cuenta de activos hará que se reduzca el EVA. (Keys, Azamhuzjaev, & Mackey, 2001)

Este no es un aspecto fácil en cuanto al EVA, y por el contrario reviste su mayor interés. Goldberg (1999) propone algunas soluciones ante esto como por ejemplo que los objetivos de la empresa estén definidos directamente hacia el corto o hacia el largo plazo, pero que estén definidos desde el principio así todos las personas de la empresa basarán sus estrategias hacia lo que esté definido y no habrá decisiones intempestivas a última hora buscando satisfacer algún indicador específico, sino buscando la generación de valor integral para la empresa.

El mismo autor sugiere igualmente, que los objetivos del EVA deberían ir separados del presupuesto empresarial y del proceso de planeación estratégica. Así; un tema como el que se vio anteriormente de la inversión en activos no generaría tal incertidumbre sino que esto no sería decisión ni de los administradores ni de las personas encargadas de analizar el EVA puesto que serían temas netamente de planeación estratégica que tendrán su propia definición y estrategia.

Otra solución que se puede presentar para esto es que por ejemplo los bonos a los que se pueda hacer acreedor una persona durante un año, le sean otorgados durante un periodo de varios años y que si durante este tiempo el rendimiento decae entonces los objetivos se podrían perder (Stewart III, 1991)

Finalmente para cerrar el tema de las inversiones, es necesario explicar que el caso del EVA es muy diferente al caso que ocurría con el ROI, donde una inversión por encima del costo del dinero, pero por debajo del ROI actual no se tenía en cuenta debido a que produciría una reducción total para el ROI. Con el EVA siempre interesa invertir en activos que rindan por encima del costo del

pasivo de forma que siempre se aumentará el valor generado por la empresa (Amat, 1999).

El último objetivo que debería satisfacer el EVA sería la fiabilidad cuando se compara este indicador entre las empresas. Sobre esto hay un punto importante y es que el EVA permite una serie de ajustes que puede realizar cada empresa con el fin de expresar, por medio del indicador, la realidad más fidedigna de la empresa. Estos ajustes aunque pueden ser muchos y cada empresa tiene libertad de decidir cuales usar o inclusive de no usarlos, si es mejor, que en aras de una buena comparación, se tengan algunos ajustes estandarizados dentro de la metodología como podría ser el sistema de inventarios para que siempre se maneje con el FIFO. (Alonso, 1998)

Igualmente este sistema de inventarios podría perjudicar a alguna empresa en específico por lo que proponen algunos autores como Amat (1999) es que cada empresa haga sus ajustes como crea que es la mejor forma de que los resultados se aproximen más a la realidad. Así; si cada empresa está más cerca de la realidad, pues ésta realidad si puede ser comparable entre empresas.

Asimismo, es necesario que el EVA además de cumplir con los objetivos anteriormente expuestos, debería también poder contar con las ventajas que tienen estos; de las cuales, las más importantes son la facilidad para la obtención de la información, la facilidad de su cálculo y su análisis, además de la correlación con la rentabilidad del accionista (Martin, Petty, & Wallace, 2009).

Queda un tema por analizar y es el correspondiente a la contabilidad creativa que también puede afectar al EVA que depende de la cuenta de la utilidad operacional. Por ser una cuenta que está muy al comienzo del estado de resultados, no sería tan altamente vulnerable pero si existe alguna posibilidad de maquillaje o manipulación.

La solución en este aspecto, que no sería una solución definitiva, va por el lado que ya se ha venido expresando el cual consiste en lo que se pretende con el

EVA; es decir que como el EVA no es un indicador solicitado por autoridades financieras, sino que es más bien para análisis y controles internos de las empresas, entonces la idea es que se haga con la mayor transparencia posible y de forma que se puedan tener los datos más cercanos a la realidad. (Goldberg, 1999)

También se pueden tener en cuenta algunas de las recomendaciones que ya se tuvieron en cuenta cuando se abarcó el tema de desanimar las prácticas que puedan perjudicar a la empresa en el corto o en el largo plazo, pues dentro de este ámbito también puede incluirse la contabilidad creativa *Brewer.P, Chandra.G & Hock.C (1999)*.

Según lo anteriormente visto se podría afirmar que el EVA sí es una herramienta más irrefutable y más fidedigna que los indicadores financieros tradicionales. Que abarca los aspectos favorables de estos y que además puede contrarrestar en su mayoría las falencias de los mismos.

Finalmente es importante hacer hincapié en la necesidad de la complementariedad de los indicadores; de no usar una simple herramienta sino más bien aprovechar las ventajas y fortalezas de algunos y que para sus falencias, se compare con otros indicadores que sean fuertes en estas: “El EVA es una simple medida de rendimiento de la empresa; el peligro de usar una sola medida de rendimiento es que está puede ser incrementada en detrimento de otros aspectos del comportamiento de la empresa” (Keys, Azamhuzjaev, & Mackey, 2001)

Recomendaciones

Después del análisis que hemos podido observar en el presente trabajo sobre el Valor Económico Agregado, podemos confirmar la importancia que puede tener esta poderosa herramienta financiera para las empresas..

Sin embargo, como se ha podido percibir también, ésta no es una herramienta perfecta por lo que es necesario hacer algunos ajustes o seguir algunas recomendaciones que permitan exponer una situación más real de la empresa y hacer un cálculo y un análisis más consecuente con el ejercicio de la empresa.

La recomendación más importante para el EVA, que es igualmente aplicable a los otros indicadores económicos, es que éste no debe ser tenido en cuenta como única medida de análisis para la empresa, sino que se debe comparar con otros indicadores de forma que se pueda evitar un posible sesgo y de que haya un análisis más completo (Keys, Azamhuzjaev, & Mackey, 2001)

Para el EVA también es importante que se entienda éste como una medida de análisis interno de la empresa; que sabiendo que el EVA no es requerido por las instituciones financieras (Goldberg, 1999) es una herramienta que puede expresar la situación más real sobre la operación de la empresa; que sea lo más transparente posible y que incorpore los datos más reales y más actuales de la organización.

Para esto anterior es necesario también que las personas encargadas del análisis y cálculo del EVA sean lo más idóneas y honestas posible puesto que lo que se necesita es medir el comportamiento real de la empresa; es necesario que éstas personas, además de pensar como administradores también puedan pensar como accionistas de la empresa y que se analicen las consecuencias tanto a corto como a largo plazo para las decisiones que se tomen.

El EVA debe ser usado como una herramienta para crear una gerencia de valor (Goldberg. S 1999), en donde se promueva una cultura organizacional en la cual se incentive a todos los que toman decisiones a hacer una sinergia que permita a la empresa delinear sus estrategias y objetivos en búsqueda de la generación de valor tanto a corto como a largo plazo. Es necesario complementar esta cultura organizacional con un sistema de administración financiera (Stern. J, Stewart III. B & Chew,Jr. D 2003), la cual, por medio de políticas financieras, procedimientos, métodos y medidas permita mejorar y optimizar el ejercicio y las operaciones de cada una de las unidades estratégicas de negocio.

Otra aspecto importante que es necesario tener en cuenta es el tema de beneficios y bonificaciones puesto que en ocasiones debido a los beneficios que se le pueden otorgar a una

persona en un periodo contable, podrán perjudicar a la empresa en los periodos siguientes. Aquí es importante tener en cuenta algunas de las recomendaciones que hace Stewart (1991) en las cuales los bonos a los que se haya hecho acreedor una persona en un año, no se le paguen completamente en ese año, sino que se le paguen durante un periodo de varios años, sujeto además a que los resultados de la empresa sigan siendo consecuentes y que si los rendimientos bajan, pues los objetivos se pueden perder.

Otra recomendación importante es la que propone Goldberg (1999) en la cual los objetivos del EVA deberían ir separados del presupuesto empresarial y del proceso de planeación estratégica; así las decisiones en temas de inversión en activos fijos –que pueden afectar el EVA actual, pero serán beneficiosos para EVAs futuros- ya estarían definidas, o por lo menos no dependerán directa ni exclusivamente del administrador o director de la empresa.

Con las recomendaciones anteriores se puede incentivar un poco más que el administrador de la empresa piense cada vez más como un accionista y que siempre esté buscando cumplir con lo mejor para la organización por encima de sus intereses personales.

BIBLIOGRAFÍA

- Abdeen, A. & Haight, T(2000) A Fresh Look At Economic Value Added: Empirical Study Of The Fortune Five-Hundred Companies, *The Journal of Applied Business Research*. 18(2).
- Acuña, G. (3 de 2001). *EVA Valor Económico Agregado*. Recuperado el 5 de 10 de 2011, de GestioPolis.com:
<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%208/Eva1.htm>
- Amat, O. (1999). *EVA. Valor Económico Agregado*. Barcelona, España: Editorial Norma.
- Amat, O. (2008). *Análisis de estados financieros*. España: Gestion 2000.
- Alonso, A. G. (enero de 1998). *Qué es y cómo se utiliza el EVA*. Retrieved 2011 de diciembre de 18 from Universidad de la Sabana:
http://sabanet.unisabana.edu.co/postgrados/finanzas_negocios/Ciclo_III/estrategia/10%20Que%20es%20y%20como%20se%20utiliza%20el%20EVA.pdf
- Andia Valencia, W. (2004). *Matemática Financiera y Evaluación de Proyectos*. Lima, Perú: Centro de Investigación y Capacitación Empresarial.
- Baran, D. H. (2007). Economic Value Added. *Economics and management*.
- Blasco, J. J. (1988). De la contabilidad creativa al delito contable. *Partida Doble*(85), 33-39.
- Block, S. B., & Hirt, G. A. (2005). *Administración financiera*. Mexico: McGraw-Hill Interamericana.
- Caboblanco, L. (18 de Marzo de 2011). *Blog de NLS Asesores Empresariales*. Recuperado el 18 de Diciembre de 2011, de NLS Asesores Empresariales:
<http://nlsasesores.blogspot.com/2011/03/roi-return-on-investment.html>
- Chari, L. (09 de 2009). Measuring Value Enhancement Through Economic Value Added: Evidence from Literature. *The IUP Journal of Applied Finance*, 15(9), 46-62.
- Copeland, T. (18 de 5 de 1998). Dos años perdidos. *DINERO*.
- Darvas, N. (1960). *How I Made \$2.000.000 In The Stock Market*. New York: American Research Council Larchmont.
- Desai, M. A., & Ferri, F. (11 de July de 2006). Understanding Economic Value Added. *Harvard Business School*.

- Díaz, I. A. (2006). *Finanzas corporativas en la práctica*. Madrid: Delta Publicaciones.
- Drucker, P. F. (Jan/Feb de 1995). The Information Executives Truly Need. *Harvard Business Review*, 59.
- Fernández, P. (1998). *Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión 2000.
- Goldberg, S. R. (1999). Economic value added: A better measure for performance and compensation? *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 11(1), 55-67.
- Guilanyà, A. M. (09-14 de 2006). La perfecta imperfección de los mercados. *Bolsas y Mercados*.
- Jameson, M. (1988). *A Practical Guide to Creative Accounting*. London: Kogan Page Ltd.
- Keys, D. E., Azamhuzjaev, M., & Mackey, J. (Jan/Feb de 2001). Economic Value Added[®]: A critical analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 12(2), 65-71.
- Madura, J. (2009). *Mercados e instituciones financieras*. Santa Fe, México: Cengage Learning Editores.
- Martin, J. D., Petty, j. W., & Wallace, J. S. (2009). *Value-Based Management with Corporate Social Responsibility*. New York: Oxford University Press.
- Martinez, A. D., Bermudez, M. T., & Hidalgo, M. T. (2003). *LA IMAGEN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA CONTABILIDAD CREATIVA EN LAS EMPRESAS DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LAS FIRMAS DE AUDITORÍA EN EL ÁREA METROPOLITANA DE SAN SALVADOR*. San Salvador, El Salvador: Universidad Tecnológica de El Salvador.
- Naser, K. (1993). *Creative Financial Accounting: its nature and use*. New York; London: Prentice-Hall.
- Osma, B. G., & Albornoz, B. G. (Noviembre de 2005). *EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LAS PRÁCTICAS DE EARNINGS MANAGEMENT: EVIDENCIA EMPÍRICA EN ESPAÑA*. Recuperado el 28 de Noviembre de 2011, de Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas: <http://www.ivie.es/downloads/docs/05/wpec-11.pdf>
- Pullian, P. P., & Phillips, J. J. (2007). *Fundamentos del ROI*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Sanchez, J. L. (1992). *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Barcelona: Ariel s.a.
- Stern, J., Stewart, G., & Chew, D. (1995). The EVA Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32-46.
- Stewart III, G. B. (1991). *The quest for value*. New York: Harper Collins.

- Suarez, C. T., & Calderón, R. (s.f.). *¿Qué es el valor agregado?* Recuperado el 7 de 10 de 2011, de Universidad de la Sabana, Posgrados. Estrategia:
http://sabanet.unisabana.edu.co/postgrados/finanzas_negocios/Ciclo_III/estrategia/9%20Qu%C3%A9%20es%20el%20Valor%20Econ%C3%B3mico%20Agregado.pdf
- Tracy, J. A. (2008). *Accounting for Dummies*. Indianapolis: Wiley Publishing Inc. .
- Uyemura, D. G. (1996). EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement. *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 94-113.
- Uzarra, J. d. (s.f.). *Contabilidad Creativa*. Recuperado el 30 de Noviembre de 2011, de Juan de Uzarra: http://www.jeuazarra.com/docs/Contabilidad_creativa.pdf
- Vaisberg, B. (6 de marzo de 2002). *La contabilidad Creativa*. Recuperado el 15 de diciembre de 2011, de degerencia.com: http://www.degerencia.com/articulo/la_contabilidad_creativa
- Vergíu, J. C., & Bendezú, C. M. (Mayo de 2007). Los indicadores financieros y el Valor Económico Agregado (EVA) en la creación de valor. *Gestión y Producción*, 42-47.
- Vidal, L. E. (2008). *Contabilidad y Fiscalidad*. Madrid: Pozuelo de Alarcón.
- Worthington, A. C., & West, T. (2001). Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature. *Asian Review of Accounting*, 9(1), 67-86.