

**Posible contribución de la teoría contable para la
determinación del valor de una empresa**

Autora: María Cristina Wirth

Fecha : 6 de mayo de 1999

POSIBLE CONTRIBUCION DE LA TEORIA CONTABLE PARA LA DETERMINACIÓN DEL VALOR DE UNA EMPRESA

1. INTRODUCCION

La determinación del valor de las empresas es un tema relevante no sólo en las adquisiciones de empresas, fusiones, absorciones y otras operaciones financieras, sino también en la evaluación de las estrategias empresarias futuras.

La problemática del valor de las empresas tiene distintos orígenes; entre ellos, la frecuencia de las operaciones de adquisición, fusión y escisión de empresas, la necesidad de medir y gestionar el capital intangible generador de valor, las diferencias significativas entre los precios de cotización de las acciones y los valores patrimoniales o en libros, y la opinión generalizada que los resultados contables históricos son mediciones incompletas del desempeño de las empresas, en especial del 'valor' creado (o destruido) en un período dado. En síntesis, la creciente complejidad e intensidad de los negocios requiere información más sofisticada: es necesario medir el valor de las empresas vistas como inversiones generadoras de ganancias futuras.

En general, la determinación del valor de una empresa está relacionado con el logro de los objetivos de los 'stakeholders' o grupos que tienen intereses en la organización. Estos objetivos no son homogéneos, ni a nivel grupal ni a nivel nacional. Las empresas estadounidenses tienen un objetivo primordial de aumentar el valor agregado para el accionista, el denominado 'shareholder value', entendido como la suma de los dividendos más la ganancia de capital (diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de sus acciones). Los empresarios de Europa continental y de Japón, en cambio, tienen como objetivo fundamental mantener un equilibrio entre los retornos de los diversos interesados en los logros de la empresa o 'stakeholders': empleados, acreedores, propietarios, comunidad, Estado, etc. Si bien estos últimos tienen objetivos que enfatizan la función social de la empresa, ella sólo puede desarrollarse y permanecer en el tiempo mediante la creación y mantenimiento de valor económico (Guattri, 1997).

Los mercados de valores desarrollados son ámbitos en los que diariamente se determina el valor de la empresa a través del precio de cotización de las acciones, representando una pauta de las preferencias temporales de los inversionistas. Sin embargo, resulta afectado por factores que producen variaciones importantes en los precios de las acciones, sin que estos mismos factores afecten necesariamente la marcha de los negocios y la performance de una empresa determinada.

En este trabajo, emplearemos la frase 'valor de una empresa' en un sentido amplio, desde el de 'valor de intercambio' hasta el de 'medida del desempeño' o performance de la empresa, porque consideramos que ambos conceptos están profundamente

interrelacionados. El valor de venta de una empresa está determinado en parte por su desempeño actual, pero sustancialmente por las expectativas de desempeño futuro. Bennet Stewart, presidente de Stern, Stewart & Co. de Nueva York, organización dedicada al asesoramiento de empresas en este tema, refiriéndose al EVA (Economic Value Added) como método de determinación del valor de una empresa, explica que “es al mismo tiempo una medición de performance cuando se la aplica sobre datos históricos y una medición del valor si se la aplica en una proyección de datos.” (Dossena, 1997)

Los consultores de empresas, las instituciones financieras y los académicos han desarrollado distintas formas de medir el valor de una empresa. Algunas de ellas se basan en datos contables históricos exclusivamente, como el valor patrimonial o valor en libros, otras emplean datos contables históricos y proyecciones basadas en modelos contables, como el flujo de fondos futuros descontados, y están también aquellas que emplean simultáneamente datos contables y del mercado de capitales, como la relación Price/Earnings o Precio de cotización/ganancias.

Nuestra hipótesis central es que los métodos de valuación de empresas se basan, total o parcialmente, en teoría contable. La excepción sería, teóricamente, el uso exclusivo del precio de cotización de las acciones para determinar el valor de la empresa cuando ésta cotiza en el mercado, pero los analistas solo lo usan en relación con otros valores, como la ganancia contable, por ejemplo. El precio de cotización de las acciones, si bien representa una evaluación del mercado, está influenciado por los estados contables trimestrales y anuales, como surge de numerosas investigaciones empíricas realizadas a partir del trabajo seminal de Ball y Brown en 1968 (Watts , 1986).

El objetivo de este trabajo es analizar los métodos más usuales de determinación del valor de una empresa para encontrar la estructura conceptual teórica sobre la que se basa el método, sin intentar una evaluación de las virtudes y defectos de cada uno.

Primeramente haremos una síntesis del marco conceptual teórico, exponiendo las principales características de la teoría contable normativa y positiva, para sustentar el análisis de los métodos de determinación del valor de una empresa que se desarrollará en la segunda parte.

Finalmente se expondrán las conclusiones acerca de la contribución de la teoría contable frente al problema de la determinación del valor de una empresa y sus interrelaciones con los valores de mercado de la misma.

2. LA TEORIA CONTABLE

2.1. La Teoría Normativa y la Teoría Positiva

En Contabilidad existe una corriente doctrinaria que sostiene que la disciplina se ocupa de describir cosas ‘reales’ que existen o que se producen en un mundo ‘real’. En consecuencia, sus enunciados empíricos deberían ser contrastables con la realidad como en otras ciencias fácticas (Chambers (1975), Sterling (1979)). Consideran que el

conocimiento que produce la Contabilidad, como el de los economistas, debería ser enteramente neutral, o sea libre de juicios de valor.

Devine (1985, vol.5), en cambio, opina que los hechos se interpretan en función de los objetivos. Sostiene, con criterio pragmático, que la 'verdad' es algo que la comunidad cree que es útil por razones relacionadas con la resolución de problemas. Por ello, opina que es dudoso que la ciencia pueda hallar 'principios universales' que sean considerados tales por todas las culturas hasta el fin de los días. En relación con la disciplina contable, Devine piensa que no es posible eliminar los juicios de valor del trabajo de los contadores, e incluso del trabajo de los científicos en general.

Respecto a la 'realidad', Devine (1985, vol III) opina que los hechos son interpretaciones que corresponden a un enfoque dado. En ese sentido, coincide con Bunge (1972), cuando se refiere a que la observación e interpretación de datos requiere el uso de teorías. No se observa el mundo ni se actúa sobre él sin una idea, más o menos precisa, acerca del objetivo que se persigue mediante esa observación o actividad, ni sin una idea acerca de cómo son o funcionan las cosas.

En Contabilidad, la corriente doctrinaria denominada 'normativa', representada entre otros por Richard Mattessich (1995), abarca las teorías que sostienen, desde diversos puntos de vista, que la finalidad de la Contabilidad es pragmática, y que consiste en brindar un servicio de información acerca de los recursos que controla una organización para el logro de sus objetivos y de la forma de medir el desempeño. El cumplimiento de esta finalidad implica para la teoría contable no solo el estudio de una parte de la realidad física y social (aspecto descriptivo de la teoría contable), sino también la necesidad de establecer hipótesis instrumentales o reglas tecnológicas que, desde el punto de vista epistemológico, son enunciados imperativos o prescriptivos del tipo: 'Para lograr A, dadas las condiciones C, haga B' (aspecto prescriptivo de la teoría contable). Son las prescripciones de las ciencias aplicadas o tecnologías –como la medicina y la ingeniería, por ejemplo-, donde la relación entre 'A' y 'B' es la que existe entre los fines y los medios. Es un tipo de determinación teleológica, de los medios por los fines u objetivos, como por ejemplo en la siguiente afirmación: ' Para conocer el valor de una empresa, dado que se trate de una empresa en marcha y pueda determinarse un costo de oportunidad del capital, calcule el valor actual de los flujos de fondos proyectados “

Ello implica tener en cuenta la diversidad de finalidades para las cuales debe prepararse la información contable y analizar más detenidamente las relaciones medios-fines, que responden a la pregunta : ¿qué información se adecua mejor a cada finalidad?, a los efectos de establecer las respectivas hipótesis instrumentales. Es decir, profundizar en la prescripción tecnológica que sintetizamos en el enunciado

“Para lograr A, dadas las condiciones C, hágase B”
donde:

A, es el objetivo de la información

B, es el medio que debe emplearse,

C, son datos relevantes del contexto en el que se plantea A.

Por ejemplo:

A: conocer el valor de la empresa

B: calcular el valor actual de los flujos de fondos futuros que generen las actividades de dicha empresa

C: se trata de una empresa en marcha y es posible determinar el costo de oportunidad de la inversión

El carácter normativo o prescriptivo no está determinado por la existencia de un conjunto de criterios y reglas acordados en mayor o menor medida por la profesión y/u otros organismos de control, que regulan la preparación de los estados contables de publicación. **La teoría contable es prescriptiva o normativa para la preparación de cualquier tipo de información** porque establece reglas tecnológicas que aspiran a relacionar medios y objetivos de la manera más eficiente. Una disciplina es normativa cuando se ocupa del 'deber ser', en lugar del 'ser'. La Economía, por ejemplo, es una disciplina con una rama positiva, que estudia las relaciones entre variables macroeconómicas -lo que 'es'-, y una rama normativa que estudia las decisiones que debería tomar el gobierno para lograr un determinado propósito de tipo económico, como disminuir el desempleo, o sea 'lo que debe hacerse'.

La Contabilidad no establece las hipótesis instrumentales y sus reglas tecnológicas en un vacío teórico. Mattessich, por ejemplo, ha formalizado la teoría contable patrimonial, que es la que interesa a los efectos de este trabajo, estableciendo la existencia de 11 supuestos básicos, que pueden constituir 'axiomas', o 'primitivos', y diez supuestos "vacíos" o definiciones condicionales de naturaleza axiomática, para las hipótesis orientadas a los objetivos específicos. Los objetivos dependerán de los propósitos y necesidades del decisor o usuario. Los supuestos vacíos, que varían en función de los objetivos de la información, hacen que este sistema axiomático sea flexible, deje espacio para diferentes interpretaciones y, empleando las hipótesis instrumentales pertinentes, permita la transición de una base positiva a un sistema contable condicional-normativo (Mattessich, 1995). En base a los axiomas básicos, los axiomas condicionales, las definiciones y las reglas de inferencia lógico-deductivas, deriva un conjunto de teoremas que completa la estructura de la teoría contable formalizada.

Por estas razones sostengo que la expresión 'normas contables para la preparación de estados contables' **no es idéntica** a 'teoría contable'. Las normas contables para la preparación de informes externos conforman una de las más importantes y desarrolladas hipótesis instrumentales orientada hacia objetivos específicos, basada en la teoría contable patrimonial. Es la más importante pero no la única. Otros objetivos específicos que surgen de distintas necesidades de los usuarios -como la que se discute en este trabajo, por ejemplo- requieren otras tantas hipótesis instrumentales.

Una de las hipótesis instrumentales que se implementa mediante las normas contables argentinas es que el modelo contable elegido -que emplea valores corrientes, moneda homogénea y capital financiero, es **el mejor medio para alcanzar el objetivo** de informar adecuadamente a los usuarios externos por medio de los estados contables. Evidentemente esta hipótesis instrumental se basa en juicios de valor, muchos de ellos explícitos en las normas contables (verdad, objetividad, claridad, significatividad, etc.) y su implementación está limitada por un criterio pragmático de costo/beneficio. Esta es una

de las razones por las cuales es tan difícil el acuerdo acerca de la norma más adecuada para el logro del objetivo de información de los usuarios, generalmente impreciso y múltiple.

La siguiente pregunta a formular sería :¿Cómo contrastan los contables estas hipótesis instrumentales?

Esta pregunta está relacionada con la epistemología de las ciencias aplicadas, en las que el razonamiento instrumental es uno de sus fundamentos : es un proceso de razonamiento que incluye la lógica inductiva y deductiva y ciertos criterios de preferencia. En consecuencia, el razonamiento instrumental involucra la explicitación de los juicios de valor, la búsqueda 'racional' de objetivos y la adaptación de modelos o de sistemas a los objetivos deseados, dentro de ciertas restricciones –ambientales, costo/beneficio,etc. La finalidad fundamental del razonamiento instrumental no se encuentra en formar y probar proposiciones analíticas, ni la formulación y verificación de leyes naturales, sino el análisis de un proceso que lleva a la aceptación de sistemas conceptuales o factuales para el logro de objetivos previamente fijados (Mattessich, 1978).

Actualmente se llevan a cabo contrastaciones empíricas rigurosas de ciertas hipótesis instrumentales a los efectos de estudiar el grado de adecuación de las mismas a las necesidades de los usuarios -que son los objetivos de la información contable. Por ejemplo, las investigaciones empíricas de los efectos del cambio de normas contables sobre los precios de las acciones en el mercado de valores.

Cuando los informes contables no satisfacen adecuadamente las necesidades, son los mismos usuarios quienes expresan su evaluación acerca de la eficiencia de la misma. Por ejemplo, en los años de elevada inflación e hiperinflación en la Argentina –décadas del 60 al 90- la falta de adecuación a la realidad económico-financiera de los informes contables preparados en base a moneda corriente fue el origen de los estudios encaminados a la preparación de estados contables en moneda homogénea o sea de poder adquisitivo equivalente.

Otro ejemplo es la necesidad actual de valorizar y gestionar el capital intelectual de las empresas, en especial en aquellas cuyos principales recursos y resultados provienen del conocimiento. Ello ha originado el Study 7 del Comité de Contabilidad Financiera y Gerencial de la International Federation of Accountants (IFAC) , dedicado a "The Measurement And Management Of Intellectual Capital: An Introduction", en septiembre de 1998. Otro ejemplo más, se encuentra en la percepción de los mercados de valores internacionales acerca de diferencias entre lo que ellos consideran como el valor de mercado de las empresas –a través de los precios de cotización de las acciones- , y lo que las normas contables reconocen como capital contable o patrimonio neto. La diferencia parece estar en el valor de la llave autogenerada, que incluiría el capital intelectual, o sea un activo inmaterial generador de ganancias, no admitido actualmente en las normas contables internacionales.

Estos ejemplos pretenden mostrar que las hipótesis instrumentales de la teoría normativa tienen una contrastación empírica posible, si bien es distinta a la de las ciencias naturales.

La teoría contable positiva, en cambio, pretende estudiar la realidad como 'es' , describir y explicar los efectos del uso de los sistemas contables, y en lo posible predecirlo.

En los últimos veinte años se ha desarrollado vigorosamente la investigación positiva en Contabilidad en los EEUU, siguiendo a R.L. Watts y J.L. Zimmerman (1986), líderes de la denominada “escuela de Rochester”, y dedicados a un tipo de investigación relacionada con la determinación empírica de regularidades en el comportamiento de ciertas variables relacionadas con el quehacer contable

Este tipo de enfoque tiene una consecuencia muy favorable para la teoría contable en su conjunto: sirve de apoyo a la construcción de hipótesis instrumentales. Por ejemplo, en el año 1979 Eskew (citado en Tua Pereda, 1991 : 258) estudió dos grupos de empresas extractivas que empleaban métodos contables diferentes: costo completo y costo productivo, para determinar cuál de los dos métodos era preferible desde el punto de vista de la información que brindan al mercado de valores. El nivel de asociación más significativo entre los datos relativos a los dos métodos contables y el conjunto de la información reflejada en los precios de las acciones, fue para el grupo que empleaba el método del costo productivo. Eskew concluye que este procedimiento es preferible porque produce cifras contables más estrechamente correlacionadas con la información reflejada en la formación eficiente de los precios .

2.2. El valor de la empresa y la teoría contable

En nuestra hipótesis de trabajo hemos definido el valor de una empresa como su capacidad para generar ganancias futuras. Para calcular este valor contamos fundamentalmente con tres enfoques:

- el valor de mercado
- el valor patrimonial o valor en libros
- el valor actual del flujo de fondos futuro

El valor de mercado lo brinda la cotización de las acciones de la empresa, o el precio pagado por el paquete mayoritario. Es la percepción de quienes están evaluando la empresa desde afuera, comparándola con la competencia, determinando si crea o destruye valor. La teoría contable prescriptiva no realiza un aporte en la determinación de la relación entre este valor de mercado y el valor patrimonial. La teoría contable positiva sin embargo ha demostrado un grado de correlación entre los anuncios de ganancias trimestrales de las empresas que cotizan en el mercado de valores y el precio de cotización de sus acciones, o bien del volumen operado en cantidad de acciones, entre otras investigaciones empíricas orientadas a determinar el contenido informativo de los estados contables. Estos estudios probarían que las expectativas de ganancias futuras y las variaciones entre dichas expectativas y la ganancia contable anunciada influyen en la determinación del precio.

El valor patrimonial o valor en libros surge del sistema contable de la empresa y el uso de las normas contables vigentes. Estas se basan en la teoría contable patrimonial, que es una interpretación de la realidad económica de la empresa. El valor patrimonial no surge de una mera recolección sistemática de datos aislados, sino de una estructura conceptual que captura la realidad considerada como un conjunto de elementos que

interactúan y la modifican. La teoría contable en la que se basa la determinación del valor patrimonial es independiente de la técnica de las cuentas empleada para operacionalizar su implementación práctica, así como la teoría que emplea el médico para diagnosticar el estado del paciente es independiente de las técnicas empleadas para medir ciertos signos vitales (temperatura, presión, contenidos de la sangre, etc).

La teoría patrimonial de la partida doble es muy fértil porque sus conceptos básicos tienen una definición muy amplia. En el Marco Conceptual de las Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, 1997), se reconoce calidad de activo a aquellos bienes, derechos o, en general, fondos invertidos en algo que produzca beneficios futuros a la empresa, que sean controlados por ésta y que puedan ser razonablemente medidos. Este concepto de 'activo' es amplio y sin embargo suficientemente descriptivo: el activo debería mostrar la inversión realizada con el objetivo de producir los beneficios **futuros**. Si bien muestra una inversión histórica o proyectada, **el reconocimiento de esta inversión como un 'activo' indicaría una evaluación de la dirección de la empresa en el sentido de considerarla generadora de beneficios futuros**: de lo contrario dejaría de ser un activo.

La teoría contable también debe solucionar otro problema conceptual relevante que consiste en determinar si un determinado destino dado a los fondos se reconocerá como una inversión (activo) o como consumo (egresos necesarios para beneficios ya obtenidos o que no generarán beneficios futuros), definición ésta que afecta al concepto contable de resultado. El concepto de activo es suficientemente amplio como para incorporar otras inversiones que en las normas contables actuales no son aún reconocidas como tales. Por ejemplo, las inversiones en activos intangibles autogenerados. Es el caso de las inversiones en investigación y desarrollo, recursos humanos, capacidad de gerenciamiento, construcción de marca, etc., **a las que el mercado adjudica el carácter de activos generadores de beneficios futuros**. Algunos de los argumentos que justifican la falta de reconocimiento de estos activos se basan en juicios de valor muy fuertes que afectan la hipótesis instrumental de la Contabilidad Patrimonial o Financiera, como los de prudencia, objetividad, verificabilidad, confiabilidad, certidumbre, etc. De modo que, si bien estas inversiones también participan en la generación de beneficios futuros, no intervienen actualmente en el cálculo del valor patrimonial o valor en libros de una organización, porque no son reconocidos como activos. **Y este es uno de los aspectos que producen diferencias entre el precio de mercado de las acciones y su valor en libros**. Existe una cantidad cada vez mayor de investigaciones que documentan el valor que asigna el mercado a ciertos intangibles de generación interna, informando que, en forma consistente y no ambigua, la cotización de las acciones en el mercado de valores aumenta ante un incremento inesperado o significativo de inversiones en gastos de investigación y desarrollo (Linsmeier et al., 1998b), por ejemplo. Esta investigación sostiene la hipótesis de que ciertos activos intangibles de generación interna, también denominados 'autogenerados' y que no son reconocidos por las normas contables actuales, contribuyen a la determinación del valor de mercado de una empresa.

La Contabilidad cuenta con una teoría que explica cómo **describir la realidad**, y otra que propone distintos modelos contables de **cuantificación de la realidad**. Los modelos contables de valuación emplean precios de mercado, incurridos o estimados, para valuar activos y pasivos:

- costo de adquisición : es el precio de mercado del momento de la incorporación al patrimonio para el comprador
- precio de reposición: es el precio de mercado del momento de la valuación para el comprador
- precio de realización neto: equivale al precio que pagaría el mercado en el momento de la valuación.
- valor actual o flujo de fondos descontado: equivale al monto que se pagaría en el momento de la valuación por el derecho a percibir ciertos flujos de fondos futuros.

Podría argumentarse que los tres primeros representan una valoración del mercado, que no puede estar totalmente desvinculada de una percepción de los flujos de fondos que el bien adquirido puede producir en futuro, ya se trate de su costo de adquisición o de reposición –ambos podrían incluso ser iguales- o su valor de realización. Esto se basa en que el comprador está dispuesto a desembolsar un precio que tiene relación con el uso futuro (y con los ingresos futuros) que el bien permite.

Sin embargo, un análisis más detallado muestra que la realidad no es siempre así, en especial teniendo en cuenta la diversidad de activos que una organización puede poseer. El precio de mercado puede ser indicativo del valor actual de la utilidad o beneficio futuro que un conjunto de interesados espera obtener de ese bien. Sin embargo, ello puede no ser así en el corto plazo, ya que la empresa podría emplear bienes cuyo valor de realización en el mercado sea muy bajo y a pesar de ello generar un flujo de fondos importante. De hecho, las normas contables argentinas reconocen esta posibilidad cuando admiten el uso del ‘valor de utilización económica’ para determinar el valor recuperable, cuyo concepto general es “el del significado económico que el o los activos en cuestión tienen para la entidad, en función de sus ramos de actividad y de la actividad y de la utilización que de ellos se haga, y esto puede medirse generalmente en función del valor actual de los ingresos netos probables que directa o indirectamente producirán, o de otros elementos de juicio fundados.” (RT 10, norma B.2,5.c.)

El **valor actual de los flujos de fondos futuros**, coincide con el criterio de ‘valor de utilización económica’ citado en el párrafo anterior y parece superar el problema de que la valoración del mercado no coincida con el valor del activo específico que tiene una empresa para generar sus ingresos futuros. Aplicar este criterio en la valuación de cada uno de los activos es un problema que los contadores parecen dispuestos a encarar - según el Exposure Draft on Proposed Statement of Financial Accounting Concepts – Using Cash Flow Information in Accounting Measurements del FASB de 1997 (Linsmeier et al., 1998a)- , empleando los desarrollos teóricos de la Economía y las Finanzas en este tema y a pesar de reconocer las dificultades prácticas que supone.

El uso de este criterio de valoración supone la realización de una proyección de las actividades futuras de la empresa, lo cual requiere la definición de la estrategia de negocios a adoptar , y en especial:

- La estimación del monto y oportunidad en que ingresarán los flujos futuros,
- La determinación de la tasa de interés libre de riesgo del mercado,
- Las expectativas respecto de los futuros escenarios posibles,
- La evaluación del riesgo inherente a los flujos de fondos futuros.

La ventaja principal del uso de este valor reside en que, si bien se basa en datos proyectados, es una variable cuya magnitud está menos afectada por criterios de medición.

En el punto siguiente se analizarán los métodos para la determinación del valor de una empresa en marcha, en los que se usarán algunos de los criterios de valuación expuestos.

3. LOS METODOS PARA LA DETERMINACION DEL VALOR DE UNA EMPRESA

La determinación del valor de una empresa en marcha, dada la perspectiva de la continuidad de las actividades, implica considerarla como una inversión generadora de ganancias futuras.

Para el comprador de un pequeño porcentaje de acciones en el mercado de valores en el que cotiza la empresa, su valor puede estar dado por el precio de cotización de las acciones, la política de dividendos esperada (o sea el flujo de fondos futuro esperado), y la información pública disponible (como estados contables publicados, por ejemplo, o información periodística o datos macroeconómicos y del sector en el que opera la empresa), aunque, teóricamente, esta última debería reflejarse en los precios de cotización de las acciones. El 'valor de la empresa' para un interesado en invertir en algunas acciones, inversor minoritario, en la práctica se reduce a su apreciación del valor que tienen hoy los futuros (presuntos) ingresos que percibirá. Estos ingresos, denominados 'economic earnings', están compuestos por los dividendos más la diferencia de cotización entre el momento de compra y el de venta. Este sujeto económico no tiene el control de las actividades generadoras de resultados de la empresa que le interesa. Por lo tanto, lo único que le interesa evaluar es su comportamiento futuro en relación con la distribución de dividendos y con la valorización de sus acciones.

Para el comprador de un paquete mayoritario de acciones o de una cantidad tal que le permita el control de las decisiones empresarias, el valor de la empresa dependerá de su visión acerca de la capacidad de generación de ganancias futuras, ya sea en el mismo estado en que se encuentra la empresa en el momento de la compra o después de tomar algunas decisiones que implicarían futuros aumentos en la capacidad de generar ganancias. En este caso, el comprador podría emplear un método de cálculo del valor de la empresa basado en el valor actual del futuro flujo de fondos.

Un aspecto que es importante aclarar es que la determinación del 'valor' de la empresa, en el que intervienen expectativas acerca del futuro retorno de la inversión, no es un cálculo exacto sino una razonable estimación que depende de factores de medición incierta tales como:

- los futuros flujos de fondos que la empresa puede generar
- los diversos "estados de la naturaleza" que pueden presentarse en el futuro y su probabilidad de ocurrencia
- el valor del dinero en el tiempo, en su versión libre de riesgo,
- la estimación del riesgo propio de la actividad

Tampoco puede confundirse el 'valor' de la empresa con el 'precio' pagado en definitiva por ella, porque éste es el resultado de un proceso de negociación entre comprador y vendedor que puede depender del poder de negociación relativos de cada una de las partes.

Analizaremos las medidas más usuales del valor de una empresa, elegidas entre múltiples variantes, basadas en:

- cifras contables históricas y proyectadas, como la del valor patrimonial o valor en libros, la de rentabilidad, y la del flujo de fondos descontado, y
- cifras contables y precios de cotización de las acciones, como la relación Price/Earnings y Price/Book value

El objetivo de este análisis no es evaluar las bondades de cada una de las medidas analizadas, sino la contribución de la teoría contable en la determinación del valor de una empresa a través de cada una de ellas.

3.1. Medidas del valor basadas en cifras contables

En este trabajo consideramos que se basan en cifras contables todas aquellas medidas que empleen información histórica o proyectada proveniente del sistema contable de la empresa, o simplemente información descriptiva de la situación actual o futura de:

- los recursos generadores de ganancias (activos) controlados por la empresa,
- el financiamiento con el que cuenta para ello (pasivos y patrimonio neto),
- los flujos de fondos positivos y negativos que generan las operaciones (movimientos de caja, bancos e inversiones transitorias), y
- los diversos tipos de resultados que las operaciones producen (ingresos, costos, ganancias y pérdidas devengadas),

siempre que esta información se haya preparado en base a la teoría contable patrimonial, sus axiomas, definiciones y teoremas. En cada una de las medidas del valor de la empresa que se analizarán, se sustentará su relación con la teoría contable.

3.1.1. El valor patrimonial o valor en libros

El método de la determinación del valor de la empresa denominado "valor en libros" o "valor patrimonial" o "book value", se basa en la información contenida en los estados contables de uso general. El patrimonio neto es "el valor de la empresa", o sea el total de 'recursos que generan beneficios futuros, que son medibles y son controlados por la entidad menos el pasivo', o bien 'el capital aportado por los socios más los resultados acumulados', medidos en base al modelo contable aceptado en el país de que se trate.

El cociente entre el monto del patrimonio neto y las acciones ordinarias en circulación representa el valor patrimonial por acción o valor en libros de una acción a una fecha dada.

Por ejemplo, una empresa cuyo patrimonio neto, según los estados contables de cierre, es de \$ 258.000.000.- y sus acciones ordinarias en circulación –único tipo de acciones

que ha emitido- son 100.000.000 de acciones de valor nominal \$ 1.- cada una, tiene un valor patrimonial o valor en libros de \$ 258.000.000.- y cada acción tiene un valor patrimonial o valor en libros de \$ 2,58.-

Este método es admitido por las normas contables para determinar el valor que tiene una inversión en acciones, en el activo de la empresa tenedora. Sin embargo, el criterio no es uniforme.

La Resolución Técnica N° 5 (RT 5) de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE) admite este método para la valuación de las inversiones permanentes en sociedades controladas y vinculadas, denominándolo 'método de valuación patrimonial proporcional' dado que el valor patrimonial por acción se multiplicará por el número de acciones que la empresa tenedora posee. Se justifica la elección del método en base a que "permite devengar adecuadamente los resultados derivados de tales inversiones a la vez que refleja un valor contable de éstas más cercano a su valor económico" (RT 5)

Sin embargo, cuando no se ejerce influencia significativa en las sociedades en las que se ha invertido a largo plazo y éstas cotizan en bolsas o mercados de valores, se valuarán a su cotización en dichos mercados; si no cotizaran se valuarán a su valor patrimonial proporcional o a su costo original reexpresado con el límite del valor patrimonial proporcional (Resolución Técnica N° 10 de la FACPCE, en adelante 'RT 10').

Si la inversión en acciones de otra empresa es transitoria el criterio cambia nuevamente a valores de mercado, o sea al empleo del precio de cotización de las acciones.

De modo que las normas contables establecen criterios distintos para valorizar la propiedad, total o parcial, de una empresa en marcha, dependiendo de los objetivos de los directores de la empresa propietaria respecto del destino de la inversión y de la posibilidad de controlar la misma. El siguiente cuadro es una síntesis de este análisis:

	Transitoria----- >	a precios de mercado (cotización)
Destino de la inversión	Permanente	con control----- >a valor patrimonial
		cotizan----- > a valor de mercado
	sin control	no cotizan--- > a valor patrimonial

La inversión en acciones de otras empresas se debe valorar a su valor de mercado o a su valor patrimonial, según las circunstancias señaladas. Las diferencias entre ambos criterios es significativa porque:

- en el primer caso, se trata del valor percibido por los inversores desde el mercado como una apreciación global del potencial actual o futuro,
- en el segundo caso, el valor patrimonial, es la suma algebraica de inversiones con capacidad de generar ganancia pero sin una valoración de mercado homogénea, menos el pasivo.

El precio de cotización de la inversión en acciones tiene la ventaja de ser, teóricamente, el valor de realización del patrimonio en cuestión. Sin embargo, no existe una certeza acerca de la correcta evaluación definida por la oferta y la demanda en el mercado de valores, ni acerca de la posibilidad de realizar la totalidad de la inversión en acciones por el precio de cotización de cierre. Los mercados de valores son afectados por acontecimientos de distintos orígenes que modifican el precio de mercado de las acciones sin que medie un cambio en el desempeño de las empresas. Además, en los mercados pequeños el ofrecimiento para la venta de un número importante de acciones podría afectar el precio de las mismas, aunque la empresa desarrolle exitosamente sus operaciones .

El valor patrimonial tiene la ventaja de representar el valor histórico o corriente (según las normas contables adoptadas) de los recursos generadores de ganancias, netos de los pasivos. Se trata de valores verificables, sobre los cuales se han estimado ciertas contingencias negativas, que han sido auditados, y que tienen una cierta estabilidad. Es necesario agregar que este valor patrimonial surge de estados contables cuyo objetivo no es el de determinar el **valor de la empresa en su conjunto** (NIC 15), afirmación que comparten Fronti y Viegas (1998 : 516) cuando expresan:

“La afirmación que postulan las normas internacionales, permite sostener que la selección de los criterios que deben utilizarse para preparar un estado contable para la venta, va más allá del uso de los principios generalmente aceptados”.

Y agregan a continuación:

“Sin embargo, no podemos dejar de reconocer la importancia que tienen los estados contables de cierre de ejercicio para analizar la evolución del negocio y su posible proyección; ...”

En el contexto actual de los negocios, sin embargo, el valor patrimonial tiene una limitación importante : no incluye los intangibles autogenerados. La RT 10, indica en la norma 3.15 que “No resultan admisibles los valores intangibles autogenerados, como el valor llave del propio ente”.

El tema de los activos intangibles autogenerados –penetración en el mercado, lealtad de los clientes, capacidad de la gerencia, marcas, patentes, tecnología, capacitación y creatividad de sus recursos humanos, etc- y de la necesidad de su reconocimiento contable ha sido tratada por diversos investigadores contables argentinos -Bértora (1975), Chaves y Pahlen Acuña (1996), entre otros- que sostienen la posibilidad de su valuación, ya sea como un único activo generador de superutilidades o mediante la valuación independiente de los intangibles con vida propia como la marca (Wainstein, 1997).

Es un hecho empírico y verificable que el precio de cotización de las empresas exitosas es muy superior al del valor patrimonial por acción, lo cual se explicaría por la existencia de activos intangibles generadores de ganancias, no contabilizados. Tal es el caso de la empresa Jaguar, adquirida por Ford Motor Company en 3.000 millones de dólares aunque el valor de sus activos según libros ascendía a 450 millones de dólares (citado en

Wainstein, 1997). Otro caso es el de la adquisición de la empresa RJR Nabisco en 1988, cuyas acciones se compraron a \$ 108 cada una, mientras que su valor patrimonial era de \$ 31,48 por acción y su precio de cotización era de \$ 55,875 (Fernández, 1999 : 243).

La teoría contable es la base de la determinación del valor de una empresa cuando se emplea el método del valor patrimonial, ya que se emplean cifras contables en su cálculo, en el sentido definido en este trabajo (ver punto 3.1 primer párrafo). Esto no significa que exista un único 'valor patrimonial' para una empresa : dependerá de las normas contables empleadas en la preparación de los estados contables que se encuentren vigentes en una jurisdicción y en un momento dados. Las diferencias en las normas contables que regulan la preparación de los estados contables en los distintos países, representan una desventaja importante en el uso internacional de esta medida del valor de la empresa.

3.1.2. El método de la rentabilidad

En base a las ganancias ordinarias históricas, reexpresadas por posibles variaciones en el poder adquisitivo de la moneda, y a una estimación de las probables ganancias ordinarias futuras, se calcula la ganancia ordinaria promedio que la empresa puede generar . El valor de la empresa (VE) surge del cociente entre la ganancia ordinaria promedio (GOPr) y la tasa de rendimiento esperada (i). Esta tasa debería representar la tasa de retorno promedio para el tipo de empresa y de negocio de que se trata, y se determina sumando la tasa libre de riesgo más la prima por riesgo que se considera que el mercado exige para el tipo de empresa que se está valuando (Fernández,1999).

En este método está muy claro el uso del concepto contable de resultado devengado. Al igual que el método del valor patrimonial y de otros métodos basados no solamente en la teoría contable sino también en normas que surgen de las regulaciones de cada país, el método de la rentabilidad está afectado por la falta de uniformidad de las mismas. Además, se emplea en este método una teoría financiera basada en la hipótesis de los mercados eficientes – todos los participantes conocen toda la información disponible y no tienen costos de transacción y de obtención de la información-, y el modelo CAPM o Capital Asset Pricing Model que se emplea para la determinación de la tasa de rentabilidad esperada.

3.1.3. El método del flujo de fondos descontados

Existe un criterio entre los analistas de empresas que expresa claramente la relevancia del flujo de fondos o flujo de caja : “El beneficio es sólo una opinión, pero el cash flow es un hecho” (Fernández ,1999:143), “Cash is king” (Copeland (1990:73). El flujo de fondos se considera un valor menos sesgado que la ganancia devengada, dadas ciertas estimaciones contables practicadas sobre el valor de algunos activos –como las amortizaciones y las contingencias, por ejemplo- que dependen de normas contables o de criterios personales.

Este método se basa en el cálculo del denominado valor presente o valor actual del flujo de fondos generado por la empresa y disponible para la retribución de los proveedores de

capital : acreedores y accionistas. El método se basa tanto en teoría contable como en teoría financiera, las cuales brindan la estructura teórica necesaria para responder preguntas tales como:

- ¿cuál es la definición de flujo de fondos?
- ¿qué valor tienen hoy los flujos de fondos futuros?
- ¿cuál es la tasa de descuento apropiada?
- ¿cuál es la cantidad de períodos que abarca la proyección de los fondos?

Hemos elegido para el análisis de este método de determinación del valor de una empresa, el 'modelo de los componentes' (Copeland, 1990), una de las diversas variantes de aplicación del enfoque de flujo de fondos descontados. En este modelo el valor de la empresa es igual a la suma del valor actual de los flujos de fondos de las operaciones, o 'free cash flow', menos el valor actual de los fondos recibidos de y pagados a su acreedores. La teoría contable es la base conceptual para la definición y cálculo del denominado 'free cash flow' o flujo de fondos libre proveniente de las operaciones, definido como el flujo de fondos total después de impuestos generado por la empresa y destinado a retribuir a los proveedores de capital de la empresa, tanto acreedores como accionistas. Conceptualmente sería igual al flujo de fondos totales después de impuestos sobre los cuales podrían disponer los accionistas, si la empresa no tuviera pasivos. Para mostrar claramente el uso de la teoría contable en este método, mostraremos el ejemplo que brinda Copeland (1990:102, traducción mía) para el cálculo del flujo de fondos libre o free cash flow proyectado:

Flujo de fondos libres	Proyección 1989
Ingresos por ventas	2.888
Costos y gastos operativos	(2.520)
<hr/>	
Ganancias Antes de Intereses e Impuestos (GAI)	368
Impuestos en efectivo sobre GAI	(122)
<hr/>	
Ganancias operativas netas menos impuestos en efectivo	246
Amortizaciones	77
<hr/>	
Flujo de fondos bruto	322
<hr/>	
Cambios en el capital de trabajo	22
Inversiones de capital	176
Incrementos en otros activos	3
<hr/>	
Inversión bruta	202
<hr/>	
Flujo de Fondos Operativos Libre	121
	=====

Flujo de Financiamiento

Intereses netos después de impuestos	28
(Aumento)/ disminución en deuda neta	21
Dividendos acciones ordinarias	73
Compra de acciones propias	0
Flujo de Financiamiento	<u>121</u> =====

En esta proyección no se incluyen en el capital de trabajo las inversiones transitorias que, por sus características, se consideran equivalentes a 'fondos'.

El flujo de fondos operativos libres, por la forma de su determinación, es igual a la suma de los flujos de fondos pagados y recibidos de todos los que financian la empresa:

- acreedores, exceptuando aquellos que forman parte del concepto de capital de trabajo porque están incluidos en las necesidades de fondos operativas, y
- accionistas, suponiendo que retiraran la totalidad del excedente a su favor (dividendos).

El concepto de flujo de fondos operativos libres o free operating cash flow expuesto por Copeland (1990) coincide, en lo fundamental, con el de flujo de fondos de actividades operativas menos los flujos de fondos de actividades de inversión -calculados en base al método indirecto- definidos en la Norma Internacional de Contabilidad N° 7 (NIC 7, revisada en 1992) referida a los estados de origen y aplicación de fondos o cash flow statements. En el método de los componentes, los flujos de fondos no recurrentes, como los provenientes de operaciones discontinuadas o extraordinarias, no forman parte del concepto de flujo de fondos operativo libre, sino que representan un 'componente' más en el cálculo del valor total de la empresa. En la NIC 7, las partidas extraordinarias se encuentran identificadas en cada una de las clasificaciones de los fondos: provenientes de actividades operativas, de inversión y de financiamiento.

Para proyectar los fondos operativos libres es necesario comprender la historia de la empresa y tener un conocimiento claro de los generadores de valor. Primero deberían analizarse los comportamientos históricos de los flujos de fondos operativos netos -sobre la base de los estados de resultados y de situación históricos-, de la tasa de retorno sobre la inversión -considerando la inversión como la suma del capital de trabajo, bienes de uso netos de amortizaciones, y de las inversiones incrementales realizadas en el mismo período-. La tasa de retorno sobre el capital invertido debería estudiarse desde dos enfoques: el del rendimiento global de la empresa y el del rendimiento de los sucesivos aumentos de la inversión. De este análisis se pueden extraer algunas conclusiones acerca de la sustentabilidad de la tasa de retorno de la empresa en exceso del costo de capital promedio ponderado (WACC o weighted average cost of capital).

La tasa de descuento

La tasa de descuento aplicada al flujo de fondos operativos libres para el cálculo de su valor actual, debería representar el costo de oportunidad de todos los que financian la empresa, ponderados por su participación relativa, o sea el denominado 'costo de capital promedio ponderado' o WACC, por 'weighted average cost of capital'. Esta tasa mide el valor del dinero invertido por cada grupo de financistas. El costo de oportunidad de cualquier inversor es igual a la tasa de retorno que podría obtener en otras inversiones de riesgo similar. El costo de capital para los accionistas es igual a la tasa de retorno libre de riesgo más un adicional que compensa el riesgo del negocio. Para la actualización de los fondos relacionados con la deuda, se empleará una tasa igual a la tasa de interés menos el beneficio impositivo que se obtiene por deducir los intereses de las ganancias imponibles a los efectos impositivos.

El horizonte de proyección

En cuanto al horizonte de proyección, debería estar formado por un período de proyección específico (diez años, por ejemplo) y el período que comprende el resto de la vida de la empresa (del período 11 en adelante). Para este último período se calcula un "valor final", capitalizando, con la fórmula de renta perpetua, el flujo financiero del último año de proyección específica. La tasa empleada para esta capitalización es igual a la diferencia entre el costo promedio ponderado del capital empleado menos la tasa de crecimiento esperada. Este valor final también es actualizado hasta el momento presente y sumado al valor actual de los flujos de fondos del período de proyección específico.

La necesidad de una proyección integral de las operaciones

Para aplicar adecuadamente el método de Copeland, como cualquier otro método que se base en la proyección de las actividades de la empresa, se emplea la representación de la realidad económico-financiera sustentada por la teoría contable: concepto de activo como recurso generador de ganancias futuras, concepto de patrimonio neto o financiamiento propio y el concepto de pasivo o financiamiento externo de los recursos. La teoría plantea la igualdad entre el total de los recursos y su financiamiento, a través de la relación:

$$\text{Activo} = \text{Pasivo} + \text{Patrimonio Neto}$$

Otros conceptos relevantes son el de resultado devengado y el de compatibilización de ingresos y costos. La teoría de los costos, y las relaciones entre los distintos tipos de costos (fijos, variables, de producción, de comercialización, administrativos), el volumen de producción, el volumen de ventas, el precio y la capacidad productiva instalada, forman parte de la teoría contable y son conceptos básicos requeridos en las proyecciones.

Las distintas etapas de una proyección de los flujos de fondos futuros señalan más claramente el aporte de la teoría contable, en el conjunto de otras teorías que validan el método de flujos de fondos descontados. Ellas son:

- definición del escenario futuro más probable y de la estrategia que adoptará la empresa.

- proyección de las ventas (facturación) periódicas, por unidades de negocios o por líneas de productos.
- proyección de los costos de producción estimados de los productos o servicios que la empresa ofrece, por producto, en cada línea y en cada unidad de negocios, en base al nivel de ventas esperado y suponiendo un nivel de existencias estable.
- proyección de las inversiones adicionales (en capital de trabajo, en bienes de uso, en gastos de investigación y desarrollo, en campañas publicitarias, en tecnología informática, etc.) necesarias para mantener o aumentar los niveles de actividad esperados.
- proyección de los gastos operativos estimados (no activables o sea no computables en el costo de los productos elaborados), en base al nivel de actividades esperado en cada uno de los períodos futuros.
- proyección del ingreso y egreso de fondos, en base a las cifras obtenidas en los puntos anteriores, proyección de la que surgirán las necesidades de financiamiento adicionales o los sobrantes de fondos de cada período.
- proyección de los estados de resultados periódicos, en base a las cifras obtenidas en los puntos anteriores y al costo del endeudamiento que se prevé incurrir. De esta proyección se obtendrá el impuesto a las ganancias de cada período, lo cual afecta nuevamente la proyección de los fondos netos de cada período.
- proyección de los estados de situación patrimonial al cierre de cada período, en base a los estados iniciales y las proyecciones anteriores, para controlar el equilibrio entre total de recursos y total del financiamiento.

Un ejemplo relevante del uso del método de flujo de fondos descontado basado en proyecciones integrales de las actividades empresarias futuras, es el caso de la adquisición de RJR Nabisco en 1988 descrito en la obra de Fernández (1999 : 243-258). Hubo dos ofertas : una por parte de un grupo liderado por F.Ross Johnson, director general (CEO) de Nabisco y otra por la empresa Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. Esta última firmó un acuerdo de confidencialidad con Nabisco por el cual tuvo acceso a información interna de la empresa, lo cual la colocó en igualdad de condiciones para analizar el proyecto, en relación con el grupo liderado por el CEO.

Ambos grupos definieron estrategias diferentes para el futuro de la empresa, realizando sendas proyecciones de los estados de situación, estados de resultados y flujos de fondos para los siguientes 13 ejercicios. Sobre esta proyección realizaron la valoración de la empresa empleando el método del flujo de fondos actualizado al costo promedio ponderado de los capitales (pasivo y patrimonio neto) empleados. Las ofertas finales de ambos grupos fueron idénticas en cuanto al valor por acción, \$ 108, y finalmente la empresa Nabisco aceptó la oferta de Kohlberg, Kravis, Roberts & Co porque su forma de pago era más favorable.

La necesidad del uso de la teoría contable en la proyección de las actividades de la empresa se genera por la necesidad de controlar la consistencia de las interrelaciones dinámicas entre los distintos aspectos del patrimonio (Ingresos, costos, fondos, financiamiento, resultados, etc) en las diversas estrategias proyectadas. Al respecto, Copeland (1990 : 130) expresa textualmente:

“The best forecast begins with an integrated income statement and balance sheet forecast. The free cash flow can then be derived from them”.

3.2. Métodos basados en cifras contables y de mercado

Estos métodos emplean cifras que surgen del sistema contable de la empresa, como la ganancia o el patrimonio neto, combinadas con cifras tomadas del mercado de valores, como el precio de cotización de la acción.

3.2.1. El PER (Price Earnings Ratio) o relación Precio/Ganancia

Este indicador se denomina internacionalmente PER (iniciales de 'price earnings ratio'), y relaciona el precio de cotización de una acción con la ganancia neta del período por acción. Se basa en la existencia de una relación entre la ganancia que produce la empresa y el precio que los inversores están dispuestos a pagar por las ganancias futuras. Por ejemplo, si la cotización de la acción es de \$20.- y la ganancia por acción es de \$ 2.-, el PER es igual a 10 (o sea de $\$ 20 / \$ 2$). El precio de la acción es un múltiplo de la ganancia, en este caso el precio es igual a 10 veces el valor de la ganancia. Si la misma acción se cotizara a \$ 10 o sea 5 veces el valor de la ganancia, debería interpretarse que el mercado no la considera una inversión atractiva en el largo plazo.

Es la magnitud más usada en el mercado de valores y los factores que la afectan son (Fernández, 1999) :

- la rentabilidad de la empresa o rentabilidad sobre el patrimonio neto
- el crecimiento esperado de las ganancias y los dividendos
- la proporción de las ganancias que se distribuye como dividendos, valor relacionado con la reinversión de ganancias
- el costo de capital o rentabilidad exigida a las acciones, que depende de la tasa de inversión sin riesgo y el riesgo del negocio específico

El costo de capital o rentabilidad exigida a las acciones y las expectativas de crecimiento (disminución) de los resultados, son factores de valoración externos, mientras que los otros dos –la rentabilidad histórica y el porcentaje de dividendos en relación a resultados– son factores internos relacionados con la gestión. Ambos factores afectarán la magnitud del PER.

El PER es un ratio significativo porque la cifra contable de las ganancias parece ser percibida como semejante al flujo de fondos neto. De este modo, el precio sería el valor actual de los flujos de fondos futuros o sea una estimación actualizada de las ganancias futuras que producirá la empresa. La teoría contable define el concepto de ganancia, tanto histórica como proyectada, pero la teoría financiera aporta el concepto de valor actual del flujo de fondos futuro –en este caso, la formación del precio de cotización-y al cálculo de la tasa de retorno del mercado. La teoría que abarca tanto a la contable como a la financiera es la teoría económica, en lo referente al funcionamiento de los mercados en general, la racionalidad de los agentes, la formación de los precios en general, al concepto de valor, de capital y de resultados, etc.

En los últimos treinta años se ha producido una enorme cantidad de investigación empírica cuyo objetivo es analizar la relación entre estas dos variables -el precio y las ganancias-, sobre la base de la teoría de los mercados eficientes, el modelo CAPM y el modelo de mercado (Watts&Zimmerman, 1986). Ball y Brown, en 1968, y otros posteriormente, constataron empíricamente que el anuncio de ganancias contables superiores a las esperadas por el mercado está asociado con incrementos en el precio de cotización de las acciones y con el volumen de acciones comercializados en los mercados de valores de los EEUU. Posteriormente estas investigaciones fueron replicadas en otros mercados de otros países (Watts&Zimmerman, 1986), con lo cual comprobaron en forma más general que la ganancia contable tiene un contenido informativo para el mercado de valores.

3.2.2. El PBR (Price/Book value) o relación entre el precio y el valor patrimonial

El denominado PBR (siglas de 'Price- book ratio') relaciona el precio de mercado de las acciones de la empresa con el patrimonio neto, y es objeto de mucha atención por parte de los analistas financieros (Fernández, 1999).

Es una magnitud relacionada con el PER (price/earnings) y con la rentabilidad del patrimonio neto, denominada ROE (siglas por 'return on investment'). Puede comprobarse que:

$$\text{PBR} = \text{PER} \times \text{ROE}$$

$$\frac{\text{Precio de las acciones}}{\text{Patrimonio neto}} = \frac{\text{Precio acciones}}{\text{Ganancia}} \times \frac{\text{Ganancia}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Es decir que:

$$\text{PBR} = \text{PER} \times \text{Rentabilidad del PN}$$

La evolución de la relación precio/patrimonio neto en los mercados de valores de España, Reino Unido y Estados Unidos en el período 1991-1998, muestra un crecimiento de este indicador en los tres mercados de 3,3 veces en el caso español, de 1,9 veces para el mercado inglés y de 2,4 en el caso de los mercados de los EEUU (Fuente: Morgan Stanley, citado en Fernández, 1999:92). Las razones de las diferencias entre precio de mercado y valor patrimonial de las acciones puede estar relacionado con recursos intangibles generadores de ganancias que el mercado percibe pero que no son reconocidos contablemente, es decir en el denominador, porque el valor patrimonial contable usado es menor a aquel que incluiría los intangibles autogenerados.

Empleando un indicador PBR promedio para empresas del mismo sector y similar tamaño, puede determinarse el valor de una empresa multiplicándolo por el patrimonio neto de la misma. Este indicador puede concebirse como un múltiplo del capital contable, que determina el precio de mercado aproximado.

El valor del PER y del PBR reside en que representan valoraciones de la realidad económica de la empresa que relacionan la percepción del mercado y otra medida

basada en un criterio de mayor estabilidad como es la contable. La investigación empírica de estas relaciones se basan en el supuesto de mercados eficientes y el uso de bases de datos combinadas. Ellas demuestran que mientras que el PER indica un crecimiento futuro de las ganancias positivamente asociado al futuro ROE esperado (las expectativas de rentabilidad futura del patrimonio neto) y negativamente asociada al ROE actual, el PBR solo refleja el futuro ROE esperado, de modo que ambos indicadores –PER y PBR– se relacionan con una comparación del ROE (return on equity) actual y esperado (Penman,1996)

Por otro lado, son indicadores fáciles y rápidos de calcular, que figuran en las bases de datos que publican los estados contables sintéticos de las empresas.

4. CONCLUSIONES

El análisis de la posible contribución de la teoría contable para la determinación del valor de una empresa requirió la consideración de dos cuestiones relevantes :

- 1°) el concepto de teoría contable normativa y de teoría contable positiva
- 2°) la determinación del valor de una empresa a través de las mediciones más usuales

El objetivo del trabajo fue el de analizar en qué medida la teoría contable sustenta o contribuye a la determinación del valor de una empresa, en base a los métodos usualmente empleados.

Hemos expuesto brevemente el concepto de teoría contable normativa y la hemos diferenciado del conjunto de normas contables que regulan la preparación de un tipo particularmente importante de información -los estados contables de uso general-, cuyo objetivo no es, en forma directa, mostrar el valor de la empresa en su conjunto.

La teoría patrimonial se presentó como una estructura conceptual amplia, y fértil en aplicaciones posibles. Las normas contables emplean la teoría contable para una aplicación específica, regida por ciertos juicios de valor , y limitada por un criterio pragmático de costo/beneficio.

La teoría positiva se expuso como el resultado de una corriente doctrinaria que busca explicar, y en lo posible predecir, aspectos de la realidad contable relacionados con los procesos de regulación, la relación entre los precios de mercado y las cifras contables, la posibilidad de predicción de quiebras mediante el uso de cifras contables, el comportamiento de los agentes en relación con los sistemas contables y con la regulación contable, etc. Hemos visto que este tipo de investigaciones pueden servir de apoyo positivo a la teoría normativa, y en especial a la construcción de nuevas hipótesis instrumentales.

En base a este marco teórico, se analizaron distintos métodos usualmente empleados para la determinación del valor de la empresa. Las conclusiones de este análisis sustentan la hipótesis del trabajo acerca del uso de la teoría contable , total o parcialmente, en todos los métodos analizados.

El cálculo basado en el valor patrimonial o valor en libros toma el monto del patrimonio neto como representativo del valor de la empresa, aunque este valor surge de una hipótesis instrumental contable cuyo objetivo no incluye específicamente mostrar el valor de intercambio de una organización. Sin embargo, es usualmente empleado por los contadores para valorizar las inversiones permanentes y por los analistas financieros como denominador en el indicador PBR (Price/Book Ratio).

Tanto la proyección de la ganancia contable exclusivamente –en el método de la rentabilidad-, como la proyección de todo el patrimonio, los resultados y los flujos de fondos, -en el método de los flujos de fondos descontados- se basan en la teoría contable patrimonial. Esta teoría es una interpretación consistente y controlada de la realidad económico-financiera, en este caso una realidad proyectada, que permite simular el volumen futuro de las variables-stock y las variables-flujo y sintetizar la situación patrimonial, de resultados y de flujos futuros que se obtendría con una estrategia dada. Para determinar el valor de la empresa en base a estas proyecciones es necesario, además, el aporte de teorías financieras y económicas.

Una diferencia importante entre la determinación del valor de la empresa por el método del valor en libros y el del valor actual del flujo de fondos futuro es que en el primero se valúa cada activo y cada pasivo **individualmente** para así obtener el valor del patrimonio neto en una fecha dada; en cambio, en el segundo método se calcula el valor actual de los **flujos** de fondos totales generados por el **conjunto** de los recursos disponibles -que incluye los reconocidos y los no reconocidos por las normas contables actuales-, y su financiación relacionada. En el primer caso usamos las denominadas variables-stock, que son estáticas, mientras que en el segundo empleamos variables-flujo, que son dinámicas. Sin embargo, ambos métodos tienen en común el uso de la estructura conceptual contable para calcular el valor.

Los indicadores PER y PBR relacionan el precio de la acción con una cifra contable, y se relacionan entre sí, a través de la rentabilidad del patrimonio neto medida sobre la base de la teoría contable. Son indicadores que pueden emplearse para determinar el valor de la empresa, como múltiplos de una cifra contable. Son muy usados, por su cálculo sencillo aunque su alcance es limitado.

La teoría contable y la teoría financiera sustentan, conjuntamente, una ‘teoría del valor de una empresa’ como surge del análisis del método de los flujos de fondos descontados. Es un tema de estudio relevante que requiere investigación analítica y empírica que permita construir hipótesis instrumentales de mayor valor agregado para el analista financiero o asesor de inversiones; ya sea adecuando parcialmente los estados contables de publicación a la necesidad de estos usuarios, como sugieren McEwen y Hunton (1999), o bien publicando informes especiales con este propósito, como podrían ser los estados contables proyectados.

BIBLIOGRAFÍA

Brealey, Richard A. y Myers, Stewart C., “Fundamentos de Financiación Empresarial”, McGraw –Hill, Madrid, 4ª.edición, 1993.

Cañibano, L y Gonzalo, J.A., “Los Programas de Investigación en Contabilidad”, Primera Jornada sobre Teoría de la Contabilidad, Jerez de la Frontera, Universidad de Cádiz, 1995.

Chaves, Osvaldo A. y Pahlen Acuña, Ricardo J.M., “Valor Llave. Un Enfoque Actual”, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1996

Copeland, T. y otros, “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, John Wiley & Sons, Nueva York, 1990.

Dossena, Giovanna, “Entrevista a Bennet Stewart”, Revista La Valuación de las Empresas, Università' Commerciale Luigi Bocconi y Universidad Argentina de la Empresa, pp.82-84, 1997.

Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, Resolución Técnica N° 5 y N° 10, 1992.

Fernández, Pablo, “Valoración de empresas”, Gestión 2000, Barcelona, 1999.

Fronti, Luisa y Viegas, Juan C., “Actuación Profesional Judicial”, Ediciones Macchi, 1998.

Guatri, Luigi, “La empresa se valúa a sí misma”, Revista La Valuación de las Empresas, Università' Commerciale Luigi Bocconi y Universidad Argentina de la Empresa, pp. 5-41, 1997.

IASC, International Accounting Standards Committee, “Normas Internacionales de Contabilidad 1997”, Ediciones Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C., 4ª edición, 1997.

Linsmeier, Thomas et al., “Response to FASB Exposure Draft, “Proposed Statement of Financial Accounting Concepts- Using Cash Flow Information in Accounting Measurements”, Accounting Horizons, Vol 12, Nr. 3, September 1998a, pp. 304-311.

Linsmeier, Thomas et al., “Response to IASC Exposure Draft E60, “Intangible Assets”, Accounting Horizons, Vol 12 Nr.3, September 1998b, pp. 312-316.

Mattessich, Richard, “Instrumental Reasoning and Systems Methodology”, D. Reidel Publishing Company, Holland, 1978.

Mattessich, Richard, "Critique of Accounting", Quorum Books, Westport, Connecticut, 1995.

McEwen, Ruth A. y Hunton, James E., "Is Analyst Forecast Accuracy Associated With Accounting Information Use?", Accounting Horizons, Vol 13, N° 1, March 1999.

Penman, Stephen H., "The articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth", Journal of Accounting Research, vol 34 N° 2 Autumn, 1996.

Tua Pereda, Jorge, "La investigación empírica en Contabilidad", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1991

Tua Pereda, Jorge, "Lecturas de Teoría e Investigación Contable", Centro Interamericano Jurídico-financiero, Colombia, 1995

Wainstein, Mario, "La Marca como Activo Intangible con Vida Propia", Boletín del Instituto de Investigaciones Contables, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Católica de Santa Fé, N° 7, Año 4, noviembre 1997.

Watts, Ross L. and Zimmerman, Jerold L., "Positive Accounting Theory", Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.

INDICE

POSIBLE CONTRIBUCION DE LA TEORIA CONTABLE PARA LA DETERMINACIÓN DEL VALOR DE UNA EMPRESA	2
1. INTRODUCCION	2
2. LA TEORIA CONTABLE	3
2.1. La Teoría Normativa y la Teoría Positiva.....	3
2.2. El valor de la empresa y la teoría contable	7
3. LOS METODOS PARA LA DETERMINACION DEL VALOR DE UNAEMPRESA.	10
3.1. Medidas del valor basadas en cifras contables.....	11
3.2. Métodos basados en cifras contables y de mercado	19
4. CONCLUSIONES	21
BIBLIOGRAFÍA	23