

El valor económico agregado y el desempeño empresarial

MARIO DÁVILA FLORES*

A principios de los años sesenta autores como Modigliani y Miller se preguntaban cuáles eran los elementos que más influían en el desempeño de las empresas. En ese momento se consideraban indicadores como las utilidades, las oportunidades de inversión, los flujos de efectivo y el pago de dividendos. Sin embargo, con el tiempo surgieron otros criterios más objetivos que los mencionados, pero con mayor dificultad para manipularlos. Así, analistas financieros como Stern y Stewart destacan el flujo libre de efectivo (FLE)—la liquidez que le queda a la empresa después de cubrir todos los compromisos— como la base del valor. Por medio del FLE es factible conocer todos los retornos netos esperados de las inversiones actuales y futuras, de manera que los inversionistas dispongan de información de lo que pueden recibir a cambio de los recursos que han comprometido.

Con el tiempo, Stern y Stewart transformaron el concepto del FLE en lo que se conoce como el valor económico agregado (EVA por sus siglas en inglés), el cual se convierte en un criterio de desempeño fundamental que los directivos en todo momento deben maximizar. El EVA es una metodología financiera, administrativa y económica que incorpora aspectos de la contabilidad convencional y se le considera superior al FLE.

Si bien calcular el EVA es importante, también lo es formular las estrategias que habrán de incrementarlo. Una empresa con EVA positivo está creando valor para sus accionistas, empleados y la sociedad, mientras que con uno negativo está destruyendo valor.

Además el EVA implica una filosofía que, entre otras cosas, privilegia las estructuras descentralizadas frente a las centralizadas, la administración basada en la motivación y en el mandato, el establecimiento de incentivos al personal a manera de motivación, y la reestructuración financiera de la empresa, en la cual el uso de la deuda desempeña un papel decisivo.

En resumen, el EVA es una metodología que se orienta a maximizar el valor económico. A los administradores se les convierte en dueños— el sistema de opciones de acciones es un medio— y se reestructura la contabilidad de las empresas para fomentar el uso del crédito.

DETERMINACIÓN DEL EVA

Para determinar el EVA se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{EVA} = (r - c^*) \text{Capital}$$

Donde r es la tasa de retorno del capital empleado, la cual se obtiene al dividir las utilidades netas de operación después de impuestos entre el valor del capital, conforme a la siguiente expresión:

$$r = \frac{\text{Unidades netas de operación después de impuestos (UNODI)}}{\text{Capital}}$$

El numerador de esta relación se obtiene de los estados de resultados; el denominador, o sea el valor del capital, se toma del balance general.

En el capital se deben incluir todos los recursos que se han canalizado a la empresa a lo largo del tiempo considerando, según el enfoque financiero: los recursos que los dueños de las

* Investigador-consultor, Centro para la Innovación y el Desarrollo Competitivo Empresarial, Universidad Autónoma de Coahuila.



El EVA constituye una valiosa herramienta que habrá de traducirse en un mejor desempeño de las empresas nacionales y en mayor bienestar para la sociedad

empresas han invertido en ellas, más el monto de los créditos o del financiamiento obtenido. Si se opta por el enfoque operativo, el capital es igual a los activos netos —circulantes y fijos— que se han destinado a la empresa.

La siguiente variable de la fórmula es el costo del capital (c*), el cual se expresa en un porcentaje, el cual está en función del origen de los recursos. Por ejemplo, si la empresa se financia con crédito, el costo del capital es igual a la tasa de interés que se negoció para obtener el financiamiento.

En caso de que la empresa se hubiera financiado con recursos propios de los dueños, la determinación del costo de capital no es tan sencilla, ya que aquí opera el concepto del costo de oportunidad, el cual consiste en considerar las opciones que se dejen de lado cuando se hace uso de un recurso. En este caso particular, el costo de oportunidad del capital es el rendimiento que éste tendría en una actividad de igual riesgo.

Como en México no se dispone de estadísticas como en Estados Unidos, las cuales permiten calcular esta forma de costo del capital, la estimación se hizo tomando como referencia el valor neto de los Cetes a 28 días, al cual se agrega un factor que cubre tanto el riesgo de la empresa —el factor beta en Estados Unidos— como la prima histórica de riesgo, que es el diferencial de rentabilidad a largo plazo entre los bonos y las acciones en ese país.

Dicho factor lo ubicamos en 76%, ya que fue el diferencial en Estados Unidos entre el valor de los bonos del Tesoro —equivalente a los Cetes en México— y el costo del capital cuando éste procede de recursos propios. Un ejemplo sencillo permite calcular dicho costo en México. Al 8 de junio de 1999 los Cetes netos a 28 días tenían un rendimiento de 19.44%. Este último porcentaje se obtiene de la manera siguiente:

$$\text{Cetes neto} = 19.44\% + 19.44\% (.76)$$

$$\text{Cetes neto} = 19.44 + 14.77 = 34.21\%$$

Sin embargo, debido a que en la práctica es común que las empresas obtengan recursos financieros tanto de sus dueños como por medio del crédito, se recurre al costo ponderado del capital, el cual es el tipo de costo que finalmente se utiliza en el marco del EVA.

Supongamos que una empresa mexicana logra financiar con recursos propios 50% de sus requerimientos, y el otro 50% lo obtiene en los mercados externos de capital, mediante la tasa Libor más ocho puntos. El interés de dicha tasa a un año, al 8 de junio de 1999, era de 5.65% en dólares. Con estos datos estamos en condiciones de calcular el costo ponderado del capital.

ESTIMACIÓN DEL COSTO PONDERADO DEL CAPITAL

Origen de los recursos	Costo del financiamiento (%)	Participación en el total (%)	Costo ponderado del capital (%)
Recursos propios	34.21	50	17.10
Crédito	13.65	50	6.83
			23.93

De acuerdo con este ejemplo hipotético, el costo ponderado del capital para una empresa que recurriera a esta mezcla de recursos para financiarse será de 23.93% anual.

Como referencia, si la empresa hubiese recurrido al crédito interno, el costo de dichos recursos sería aproximado a la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) más seis puntos. Dado que ésta era, en la fecha mencionada, de 23.74%, el costo del crédito sería aproximadamente de 29.74%, el cual resulta más elevado que el costo ponderado estimado

A partir de lo anterior, se desprende que para las empresas resulta más atractivo recurrir al crédito externo porque es mucho más barato —alrededor de cuatro veces— que al interno, cuando éste se consigue. Desde luego que el crédito en moneda extranjera, cuando se tiene acceso a estas fuentes de financiamiento, implica asumir, entre otros, el llamado riesgo cambiario, en especial en las empresas no exportadoras. Sin embargo, aun estas últimas podrían recurrir a los diferentes instrumentos de cobertura para reducir dicho riesgo.

Como ejemplo se calcula el EVA para 1998 de una empresa que opera en México. La información requerida es la siguiente:

Utilidades netas de operación después de impuestos durante 1998: \$ 6 500 000

Valor en libros del capital:¹ \$ 14 000 000

Costo del capital = 40%

1. En la metodología del EVA se toma el monto del capital del año anterior, por considerarse que las nuevas inversiones tardan un año en dar resultados. Así, como en este ejemplo el propósito es determinar el EVA de 1998, se toma el valor del capital al 31 de diciembre de 1997.

Se supone que la empresa sólo recurrió a sus propios recursos al no tener acceso a ninguna fuente de crédito. Este supuesto es realista en México, en especial tratándose de las micro y pequeñas empresas, que son la inmensa mayoría y que después de la devaluación y los problemas que le siguieron no tuvieron acceso al crédito bancario. Este costo se refiere al promedio para 1998.

El siguiente paso es determinar la tasa de retorno del capital, el cual es igual a:

$$a = \frac{\text{UNODI (1998)}}{\text{Capital (31 de diciembre 1997)}}$$

$$r = \frac{6\,500\,000}{14\,000\,000} = 46.43\%$$

De esta manera se está en condiciones de aplicar la fórmula:

$$\text{EVA} = (r - c^*) \text{Capital}$$

$$\text{EVA} = (46.43\% - 40\%) 14\,000\,000$$

$$\text{EVA} = (6.43\%) 14\,000\,000$$

$$\text{EVA} = \$ 900\,200$$

El EVA de la empresa fue ligeramente superior a los 900 000 pesos. Eso significa que durante dicho período creó un valor económico adicional por esa magnitud, lo que en otras palabras quiere decir que la empresa vale ahora 900 000 pesos más que un año antes: se trata de una empresa que está agregando valor al ya existente.

Si bien es muy importante determinar el EVA, también lo es maximizarlo mediante una de las tres estrategias que las empresas deben seleccionar. Asimismo, el EVA se relaciona con el valor de mercado de la empresa, ya que al sumar este valor al capital se obtiene dicho indicador de la siguiente manera:

$$\text{Valor de mercado} = \text{capital} + \text{EVA}$$

APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA

Gracias a la iniciativa del Centro para Innovación y el Desarrollo Competitivo Empresarial, S.C. (CIDCE) y con los apoyos del Conacyt y de la Universidad Autónoma de Coahuila, durante el año de 1998 y el primer semestre de 1999 se emprendió un proyecto piloto para aplicar esta metodología en 11 micro, pequeñas y medianas empresas: dos de Monterrey (Nuevo León), y dos de Ramos Arizpe y siete de Saltillo (Coahuila).

En la etapa inicial se logró en primer término determinar el EVA de todos los participantes, así como las estrategias seleccionadas por cada empresa para incrementar dicho valor. Adicio-

nalmente, varias realizaron una proyección del EVA esperado para fines del año. En vista de estos resultados, se puede decir que los objetivos establecidos se cumplieron de manera satisfactoria. En el futuro se profundizará en la aplicación de esta metodología; para ello se incorporarán más indicadores de valorización a fin de obtener un mayor conocimiento del desempeño de las empresas.

Un mérito de este proyecto es hacer accesible esta metodología a las micro, pequeñas y medianas empresas de estos dos estados, mediante un pago mínimo. Hasta ahora, únicamente las grandes corporaciones podían emplear esta herramienta.

Entre las principales limitaciones a que se enfrentó el proyecto, la mayor fue la falta de información contable, pues se carecía de estados de resultados y del balance general, sin los cuales no es posible calcular el EVA. Este obstáculo se sorteó gracias a la buena disposición de los empresarios, quienes reconocieron la necesidad de mejorar sus sistemas de contabilidad, necesarios, entre cosas, para determinar costos, instrumentar políticas y cumplir con sus obligaciones fiscales.

En lo referente a la restructuración financiera, la cual se basa en gran parte en el uso de la deuda para crecer y crear valor, en México se recomendó cautela al recurrir a ella ya que, a diferencia de Estados Unidos, son frecuentes los cambios bruscos en las tasas de interés y en el tipo de cambio, circunstancias que incrementan el riesgo. Gracias al mercado de derivados, que entró en operaciones recientemente, con el tiempo será posible atenuarlo, haciendo más atractivo recurrir al crédito para financiar el crecimiento de las empresas.

Cabe señalar que se demostró que la metodología del EVA se puede aplicar —con sus debidas adecuaciones— a las empresas en México, entre ellas las micro y pequeñas, lo que podrá elevar la productividad de este vital sector de la economía mexicana.

PERSPECTIVAS

A pesar de que el valor económico agregado se utiliza desde hace más de diez años en Estados Unidos, en México es prácticamente desconocido, lo que significa que hay una gran área de oportunidad para su aplicación en este país.

Esto último adquiere un significado especial frente a los cambios en la economía mundial, propiciados en buena medida por la globalización y la tecnología de la información, así como por las exigencias derivadas de los acuerdos de libre comercio pactados con varios países. Ante ello las empresas en México deberán mejorar en todos los aspectos para afrontar a una creciente competencia internacional. Una de las condiciones que deben cumplirse para remontar este reto es utilizar mejor los recursos productivos, en particular la mano de obra y el capital.

En tal propósito el EVA constituye una valiosa herramienta que habrá de traducirse en un mejor desempeño de las empresas nacionales y, en última instancia, en mayor bienestar para la sociedad. 