Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Sistema de Información Científica

Alex Medina Giacomozzi
Valor económico de la empresa: alcances y consideraciones
Contabilidad y Negocios, vol. 6, núm. 12, 2011, pp. 36-49,
Departamento Académico de Ciencias Administrativas
Perú

Disponible en: http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=281622822004

Contabilidad y Negocios,
ISSN (Versión impresa): 1992-1896
revistacontabilidadynegocios@pucp.edu.pe
Departamento Académico de Ciencias Administrativas
Perú

¿Cómo citar? | Fascículo completo | Más información del artículo | Página de la revista

www.redalyc.org
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

Valor económico de la empresa: alcances y consideraciones

Economic value of the firm: scope and considerations

Alex Medina Giacomozzi

Universidad del Bío-Bío, Chile
Departamento de Gestión Empresarial

Resumen

Incorporar en la administración de empresas el modelo de gestión del valor económico implica que la dirección de la entidad debe preocuparse de forma eficaz en la generación de este valor económico y en su distribución equitativa, lo cual obliga a comprender su naturaleza y la importancia de la empresa como ente fundamental de la actividad económica. En este contexto, surgen tres planteamientos que están directamente relacionados con la empresa y su capacidad para crear valor económico: los agentes económicos involucrados en la misma, la forma de entender o modelar la empresa y la relación entre el mercado real y el mercado financiero. En este orden, el objetivo de este artículo es establecer las bases en las que se sustenta este valor y las consideraciones que la dirección debe tener presente para gestionarlo.

Palabras clave: valor económico, actividad económica, agentes económicos, valor subjetivo, valor económico creado.

Abstract

Incorporate in business administration from the management model of economic value, implies that the direction of the entity should worry about how to run effectively in this economic value and how to achieve an equitable distribution of this value created, which requires understanding the nature of this economic value and the importance of the firm as an essential economic activity. In this context arose three approaches that are directly related to the firm and its capacity to create economic value, such as economic agents involved in it, or understand how to shape the firm and the relationship between the real market and the financial market. In this vein, the purpose of this article is to lay the groundwork for supporting the economic value and the considerations that management should keep in mind when it comes to managing it.

Keywords: Economic value, economic activity, economic agents, subjective value, economic value created

1. Introducción

El término 'gestión del valor' se ha estado usando desde hace mucho tiempo en la gestión de empresas,[1] aunque la connotación del mismo ha ido cambiando como consecuencia del gran avance que la sociedad ha tenido en los últimos años. Esta no puede ser concebida solamente como un mercado sino como un conjunto de personas que participan de forma cooperativa y competitiva en la comunidad, que tienen determinadas motivaciones y que actúan colectivamente, coordinando sus acciones según los objetivos de sus empresas en la búsqueda de alcanzar sus propias expectativas. De lo cual surgen varios conceptos para analizar, pero de todos ellos y, de acuerdo al enfoque de este trabajo, solo se hará referencia a aquellos que permitan una mejor comprensión de la relevancia de esta gestión del valor.

En primer lugar, hay que considerar a la empresa (Rojo 2007) como un ente fundamental dentro de la actividad económica en la que participan interrelacionadamente diversos agentes económicos, cuyo comportamiento se explica por el valor[2] económico que, a su vez, depende de las expectativas de dichos agentes; es decir, estas últimas están en función de la satisfacción que las personas esperan obtener con sus conductas.

Por lo tanto, desde una perspectiva lógica, toda generación de valor lleva implícita su distribución, ya que todo bien puede y debe ser analizado desde el ángulo de su creación y de su apropiación.[3] Lo cual implica que la creación y distribución del valor son dos facetas de una misma realidad que no conviene confundir, ya que, si bien ambas deben estar en equilibrio, cada una de ellas está sujeta a sus propias características y particularidades, tal como se verá a continuación. Naturalmente, al considerar esta igualdad entre creación y reparto del valor, cualquier variación en la generación afecta en la misma medida a la distribución, aunque cualquier alteración en la forma en que se realiza la distribución, no necesariamente va a afectar a la creación.[4] Esta gestión del valor conduce, por lo tanto, a que, gracias a su actividad, la empresa procure el aumento del bienestar social de la comunidad en la que se inserta.

Lo cual conlleva a resaltar que en el momento actual, el papel de la dirección debe estar enfocado hacia este modelo de gestión del valor basado en que el objetivo genérico de la gestión de empresas es la eficiente generación y equitativa distribución del valor. En otras palabras, incorporar en la administración de empresas este modelo de gestión del valor implica que la dirección de la entidad debe preocuparse eficazmente en alcanzar la eficiencia en la generación del valor y en lograr su distribución equitativa, lo que se desarrolla a continuación.

Por un lado y desde el punto de vista de la creación, la dirección debe mejorar la eficiencia operativa de su proceso de conversión, es decir, optimizar sus recursos

[1] El enfoque de este artículo va dirigido hacia la empresa en general, sin hacer distinción necesariamente de si esta entidad participa o no en la bolsa de comercio.

[2] No es de extrañar que para Bunge (1982), desde un punto de vista económico, el concepto de valor sea oscuro y confuso ya que, en palabras de este autor, se define de diversas formas, ya sea «en términos de necesidades, otras en términos de demanda o como trabajo socialmente necesario».

[3] Así como en contabilidad dicha lógica nos lleva a través del principio de dualidad a identificar para todo elemento su inversión y su financiación, lo que conduce a establecer la ecuación (identidad) fundamental activo = pasivo, para la gestión del valor dicho principio se puede interpretar de forma más operativa mediante la expresión valor creado = valor distribuido.

[4] En todo caso, este cambio en la forma de reparto podría alterar la equidad de esta distribución y, este hecho puede llegar a afectar la generación del valor como consecuencia de la pérdida de interés y motivación por parte de los agentes participantes.

y, primordialmente, buscar la innovación desarrollando nuevos productos y/o servicios o mejores formas de entregar los ya existentes (Ghoshal, Bartlett y Moran 1999). Por otro lado, desde el punto de vista de la distribución, la dirección deberá tener en cuenta a la sociedad, sus valores, creencias y cultura para fijar criterios equitativos de reparto que estimulen, motiven y satisfagan a cada uno de los agentes económicos involucrados.[5]

La gestión del valor, como cualquier otra gestión solo puede estar claramente orientada hacia el futuro, ya que supone incorporar en mayor o menor grado la incertidumbre en el efecto de las acciones derivadas de los procesos de decisión, lo que implica la elección de las estrategias que permitan una constante mejora de la generación y distribución del valor. Estas estrategias, desde un punto de vista interno, deben optimizar la transformación de recursos identificados como factores en recursos identificados como productos, y desde un punto de vista externo, deben lograr mayor competitividad por parte de la empresa.

En consecuencia, tal como lo plantea Broto (2000), para lograr la optimización y mejora en la competitividad, la empresa debe contar en su sistema de dirección con un subsistema de información capaz de proveer la información necesaria para ayudarle en la toma de decisiones y en la evaluación del desempeño. Por lo tanto, este sistema, no solo debe procurar facilitar información retrospectiva,[6] sino también, información prospectiva.

2. Naturaleza del valor económico

La premisa básica a tener en cuenta es que toda actividad económica lleva implícita la generación o creación de valor, lo que además la justifica. En este sentido es necesario exponer una serie de argumentos que ayuden a clarificar y/o reforzar esta idea, para, posteriormente, entrar en el objetivo fundamental de este trabajo.

Antes de seguir con la idea anterior, se explicará el concepto de valor desde el punto de vista de la economía, ya que este ayudará a ver con más claridad la naturaleza del valor económico. Según Franch[7] (1990), el valor existe solo porque existe el hombre, por ende, el problema del valor se manifiesta a través de la conducta humana, y por consiguiente, de la sociedad. Las realidades materiales están en un extremo y las necesidades y objetivos humanos en otro; por lo tanto, el valor es una relación de conveniencia entre lo material y las necesidades y objetivos humanos. Esta relación conduce a una ordenación entre las necesidades y objetivos del hombre y la realidad material.[8]

Para que se produzca la valoración, es necesaria la presencia de un sujeto que valore al objeto. En este sentido, el hombre es el sujeto final de la relación de valor, por lo que hay que distinguir tres aspectos:

[5] En este sentido, este trabajo se aleja del criterio de buscar solo la maximización del valor para el propietario.

[6] En esta línea, es claro el aporte del sistema contable como parte de este sistema de información al proveer de información histórica estructurada y periódica, tanto para uso interno, como para uso externo.

[7] Los planteamientos de Franch son desde el ángulo filosófico que complementan los enfoques clásicos de la teoría del valor. Define el valor económico como «una relación de conveniencia última, complementaria, concreta y futura del objeto valorado al objetivo del usuario final» (Franch 1990: 21).

[8] En esta óptica, siguiendo lo expresado por Franch, cada uno de los factores clásicos de producción (tierra, trabajo y capital) se corresponde, respectivamente, con las causas originarias de valor (material, eficiente e instrumental), es decir, los recursos naturales (causa, pasiva) como causa material, el trabajo humano (causa activa) como causa eficiente y las consecuencias de ser de los bienes de capital causa instrumental del valor económico.

el objeto a valorar, el sujeto término que valora (para el que se valora) y la relación misma que se identifica como el valor económico.

Tal como se indicaba en la introducción, el valor depende de las expectativas de generación de recursos que las personas se hayan cifrado; por lo tanto, este valor es eminentemente subjetivo, ya que en la medida que representa opiniones de personas determinadas y este se individualice en un sujeto particular, será posible proceder a su cuantificación en forma de una delimitada cantidad de efectivo. Bajo este ángulo, el valor se entiende como una valoración subjetiva (Knight 2002). Esta, tal como lo plantea Jaensch (1974: 28), es la «medición del interés que un cierto sujeto económico tiene en determinado bien, en este caso una empresa, y expresado en una cierta cantidad de dinero». Por lo tanto, este interés, tanto para el comprador como para el vendedor, está representado por la cuantía de los resultados futuros a obtener con la posesión y dirección de la empresa y es el que lleva a ambas partes, vendedor y comprador, a buscar el equilibrio en la transacción, de tal manera que ambos perciban que han ganado con la operación.

Tal como se indicaba, el valor también puede ser entendido como un valor objetivo. En este caso, también según Jaensch (1974), el valor objetivo se define como una magnitud estable, un parámetro de apoyo en la negociación que representa el valor subjetivo de un objeto para un sujeto normalizado;[9] por lo tanto, indica solamente cuánto podría pagarse normalmente por una empresa y no cuánto efectivamente se va a pagar por ella.

En síntesis, y siguiendo con los planteamientos de Jaensch (1974), se puede concluir que solo tiene sentido en la valoración de empresas la estimación subjetiva del valor, ya que la estimación objetiva es imposible de alcanzar desde un punto de vista real. Este valor subjetivo puede variar entre las partes, por lo que el valor subjetivo del vendedor representa el valor mínimo de negociación y el valor subjetivo del comprador el valor máximo de negociación, utilizándose como punto de acuerdo un subrogado[10] de valor: el precio.

Tal como se plantea, este valor económico asume distintos valores monetarios, según sea el agente económico y la valoración que él hace del objeto en su propia realidad circundante; por ende, este valor económico, tal como indica Broto (2000), tiene que ser sustituido por algún subrogado del mismo, ya sea el precio, el costo, u otro parámetro de valuación.

Este precio, que nace de una transacción de mercado, sirve como pauta de negociación para las partes interesadas y no puede separarse de sus partes subjetivas (Jaensch 1974), por lo tanto, el precio es la cantidad monetaria en la cual se acuerda la compra-venta de la empresa (Rojo 2007) después del proceso de negociación. En la medida en que el precio sea igual o superior al valor subjetivo del vendedor como igual o inferior al valor subjetivo del comprador, ambos obtendrán un beneficio en la transacción, tal como se expresa a continuación:

(1) $$Vsc \geq PRECIO \geq Vsv$$

[9] En este sentido lo que se está haciendo es normalizar al sujeto, ya que tal como lo plantea Jaensch (1974: 27), «el valor unitario objetivo de la empresa no constituye en ningún caso un valor en sí mismo sino el valor que posea la empresa en el supuesto que el empresario tenga una categoría media».

[10] Participativo del verbo 'subrogar' que significa sustituir o poner a alguien o algo en lugar de otra persona o cosa (Real Academia Española 2001).

Siendo:
Vsc = valor subjetivo del comprador
Vsv = valor subjetivo del vendedor

Por lo tanto, esta relación refleja las expectativas de ambas partes que son plasmadas en la negociación y cuyo punto de encuentro está constituido por el precio, lo que implica que ambos obtienen un beneficio con la transacción,[11] pues en el caso del comprador, si su valor subjetivo es superior al precio, se produce una ventaja para él, ya que su precio potencial es superior, o al menos igual, al precio real. Ahora bien, en el caso del vendedor, si el precio es superior a su valor subjetivo, se produce una ventaja para él, ya que su precio potencial es superior, o al menos igual, al precio real.

Adicionalmente, al considerar el proceso de producción o de sustitución en la empresa, nace otro subrogado de valor ya indicado: el costo de producción. Este costo de producción, como subrogado de valor, puede representar el valor del vendedor en la medida que para todo productor de estos bienes, al proceder a su comercialización, expresará el límite en el que estará dispuesto a realizar la transacción, considerando lo que tendría que sacrificar para reponerlo; por lo tanto, este costo es la magnitud económica que expresa el valor asignado a los bienes producidos o sustituidos por la empresa y determinados de acuerdo con las prácticas contables de general aceptación.

Este valor económico, por lo tanto, es un componente fundamental de la actividad económica, la cual tiene su explicación como parte integrante del sistema económico, por lo que está sujeta a las leyes de la ciencia económica. A su vez, esta última y, por ende, la actividad económica, se encuentran dentro de las ciencias sociales, lo que significa que deben atenerse a sus reglas.

En este sentido, hay que destacar que la solución de muchos de los problemas sociales en la actualidad, se encuentra en principios integradores entre las ciencias humanas y la ciencia económica y no aisladamente en alguna de ellas (Franch 1990); por lo tanto, la economía ejerce una función mediadora entre las ciencias de la naturaleza y las ciencias humanas.

En este sentido, Broto (2000) estima que para estudiar la realidad económica, la ciencia económica se sirve de modelos obtenidos como producto de la abstracción de ciertas características de la conducta del sujeto dentro de cada realidad social, lo que implícitamente supone la normalización de los agentes económicos; por lo que se supone que siempre que el individuo actúe conforme a las pautas del modelo, se esperará obtener el mismo resultado, sin pretensión que este mismo resultado se produzca cuando se generen cambios significativos y relevantes para ese tipo de conductas al cambiar la realidad social.

En este contexto, se dará prioridad a la elaboración de modelos que sean pertinentes para guiar la conducta de los agentes económicos, en vez de aquellos que traten de establecer las leyes que fundamentan los fenómenos económicos. Estos modelos, por ende, representan estructuras lógicas fruto de la abstracción de unos determinados comportamientos[12] de los agentes económicos y pueden ser modelados tanto en el ámbito macroeconómico, es decir, en el sistema económico

[11] Naturalmente se espera que siempre exista un beneficio para ambas partes, ya que en caso contrario, implicaría un precio impuesto por una de ellas, lo cual provoca una apropiación de riqueza de manera impropia que puede llevar a provocar serios perjuicios a la actividad económica.

[12] Según Bunge (1982) existen dos tipos de predicciones, las pasivas y las activas. Las primeras solo tienen poder probatorio, en cambio las segundas son aquellas que sirven para guiar la acción humana y, por ende, ponen a prueba la eficiencia de un plan. Estas últimas son las que prevalecen en las ciencias sociales y las primeras en las ciencias de la naturaleza.

de un país o región, como a nivel microeconómico, o sea, en un subsistema como la empresa.

Por supuesto, esto es una consecuencia de la diferente metodología que debe respetarse en la construcción teórica para las ciencias de la naturaleza y para las ciencias sociales, tal como lo justifica Bunge (1982).

Surgen, por tanto, diferentes modelos que permiten o pretenden guiar la conducta de los agentes económicos. Así, desde el punto de vista macroeconómico, se han propuesto diversos modelos que buscan explicar la actividad económica característica de una determinada forma social, siendo el enfoque dado por Weber (1977) muy pertinente, pues relaciona la estructura social propia de la economía de mercado con la adopción de una determinada modelización de las organizaciones.

Dicho modelo de economía de mercado se caracteriza porque la actividad económica es realizada por empresas en las que la propiedad privada, la libertad de emprender e intercambiar como búsqueda de riqueza económica constituye su esencia, y, por lo tanto, una forma de entender el valor económico.

En este sentido, la empresa es una estructura formal en cuyo modelamiento hay que incorporar las relaciones de causa-efecto producto de la aplicación y financiación de los recursos y fundamentalmente de su capacidad para generar valor económico y de motivar a los agentes económicos mediante una equitativa distribución de dicho valor, por lo que estos modelos deben considerar los siguientes casos: (1) que, manteniendo constantes las variables ambientales que conforman el entorno social actual de la organización (dimensión política, social, jurídica, cultural, etcétera), sea posible coordinar el proceso prospectivo (planificación estratégica y presupuestación anual), con el sistema de compensación e incentivos y el proceso retrospectivo de informes de la empresa; (2) que, ante cambios en las variables ambientales que afecten o condicionen el desarrollo de la actividad económica de la organización, el modelo permita guiar la acción humana, lo que implica contar con un sistema de información capaz de asimilar, asociar, aplicar e incrementar el conocimiento de la entidad.

Así pues, la empresa, vista desde el modelo de la teoría de recursos y capacidades a diferencia de la visión de la economía industrial,[13] pone de manifiesto los dos grandes componentes de toda gestión del valor: generación y reparto, por lo que este será el modelo orientador al referirse a esta unidad económica llamada empresa.

3. La empresa como centro de la actividad económica

En tiempos remotos, esta actividad económica era muy básica y simple, pero a medida que el hombre y la sociedad se fueron desarrollando, esta se tornó más compleja, lo que llevó a la creación de organizaciones que permitieran cumplir con su finalidad; por lo tanto, se conforma la empresa como ente aglutinador fundamental de la actividad económica en la actualidad desde un punto de vista microeconómico.

No se puede perder de vista que toda actividad económica debe estar en equilibrio con las leyes de la naturaleza y ser consistente con los valores del derecho y, fundamentalmente, de la sociedad, por lo que

[13] Siguiendo a AECA (1999), la corriente de la economía industrial «se ha basado en el análisis de las imperfecciones del mercado y en el papel cada vez más activo que juegan las empresas para crear o mantener dichas imperfecciones, en cambio, el modelo de la teoría de recursos y capacidades consiste en profundizar en el hecho diferencial existente entre las empresas (heterogeneidad de los recursos) y en la imperfecta movilidad de los recursos como fuentes de rentas sostenidas y apropiadas por las empresas».

la empresa debe actuar siempre dentro de ese marco de referencia. Por lo tanto, una empresa es toda explotación, legalmente constituida, que por medio de la unión de voluntades de las personas que la integran, busca realizar mancomunadamente una actividad económica mediante la integración de los factores productivos para la generación y/o distribución de bienes económicos y con la finalidad de generar valor. Este propósito solo es posible de alcanzar si la empresa es capaz de determinar objetivos de largo plazo y planificar la obtención de resultados futuros que sean capaces de incrementar, tanto el valor de la entidad, como de cada uno de los agentes económicos involucrados.

De esta manera, surgen tres planteamientos que están directamente relacionados con esta unidad económica denominada empresa: por un lado, los agentes económicos involucrados en la misma, por la forma de entender o modelar esta empresa y, por último, la relación entre el mercado real *versus* el mercado financiero.

3.1. Agentes económicos involucrados

Tal como se ha afirmado, la empresa es un ente fundamental dentro de la actividad económica, en la que participan interrelacionadamente diversos agentes económicos, ya sean esenciales o secundarios para la entidad, y en la que cada uno de ellos actúa motivado por la obtención de un valor económico que esté de acuerdo a sus propias expectativas.

a.- Agentes económicos fundamentales

Aquí surgen tres grupos de presión vinculados a la empresa, conocidos como *stakeholders*, que participan con voluntad propia (partícipes influyentes) en el accionar de la entidad y que constituyen la base fundamental del origen y destino de sus recursos.

Usuarios: son aquellas personas que en definitiva van a consumir los productos o usar los servicios de la empresa, es decir, los consumidores finales que buscan la satisfacción de sus necesidades con el producto o servicio.[14]

Financiadores: todas aquellas personas naturales o jurídicas que han aportado efectivo para la financiación de la empresa y cuya vinculación jurídica puede establecerse bajo dos tipos de contrato: por un lado, aquellos a los cuales no se les reconoce propiedad en la empresa, como por ejemplo los acreedores bancarios, los tenedores de títulos de deuda (*debentures*), etcétera; por otro lado, aquellos financiadores a quienes se les reconoce propiedad de la empresa, ya sea como propietarios activos o pasivos.[15]

Personal: aquellas personas que desarrollan actividades laborales en la empresa, con independencia del tipo de relación contractual que vincule a este personal directivo y operativo con la organización y que son los responsables de la consecución en forma eficiente y eficaz de los objetivos trazados por la entidad.

b.- Agentes económicos secundarios

Estos forman parte del entorno cercano de la empresa y se relacionan con ella sin asumir ninguna responsabilidad en la supervivencia de la entidad, pero al actuar en el mismo sector industrial, pueden condicionar la estrategia asumida por la organización.

[14] En todo caso se debe distinguir entre el usuario y el intermediario. Este último es el que requiere productos y/o servicios, ya sea para agregarlos a su propio proceso o como parte integrante de la cadena de distribución, para posteriormente ser transferidos al usuario. En este sentido, la empresa no solo debe considerar la satisfacción del usuario, sino también del intermediario.

[15] El propietario activo es aquel que busca ejercer el control o influir directamente en la gestión de la empresa; en cambio, el pasivo es aquel que efectúa aportes a la entidad con fines financieros y/o especulativos.

Intermediarios. A diferencia de los modelos macroeconómicos (capital, naturaleza, trabajo), en la actividad económica de la empresa pueden aparecer intermediarios en la medida que esta entidad no desarrolle todo el proceso productivo de la cadena de valor de su sector industrial. Estos, por lo tanto, pueden estar constituidos por aquellas empresas proveedoras de bienes y/o servicios que se requieran para la realización de su actividad productiva, o por aquellas empresas distribuidoras de los bienes y/o servicios generados por la compañía.

Competidores actuales y/o potenciales. Si se parte de que en la actualidad la globalización de los mercados es una característica fundamental de la economía mundial, la competencia entre las empresas ubicadas en un mismo sector industrial va a estar determinada por entidades ubicadas geográficamente en distintos lugares, pero que compiten por el mismo mercado, lo cual podrá generar una mayor o menor rivalidad, situación que también tiene efectos sobre el accionar de la empresa y su gestión del valor. Adicionalmente, en esta competencia globalizada, siempre está latente la aparición de nuevos competidores dentro del sector industrial.[16] Esta presión está muy asociada a la rentabilidad del sector industrial, lo cual puede volverlo muy atractivo para otras empresas.

Agentes sociales. Si bien los agentes sociales no reúnen las características propias de un agente económico ya que carecen de voluntad de participar, es imposible dejar de mencionarlos; la relevancia de la sociedad y el efecto que en ella provoca el quehacer de la empresa así como, viceversa, los efectos que la sociedad y estos agentes podrían generar en la empresa, hacen que sea relevante incorporarlos. En este sentido, la empresa debe tener un comportamiento respetuoso hacia la sociedad ya que la actividad económica debe ser coincidente con las otras actividades realizadas por la comunidad; por lo tanto, se debe buscar un refuerzo e integrar adecuadamente este conjunto de actividades.

Poderes públicos. Estos agentes frontera son también muy influyentes en las actividades de la empresa y la gestión del valor, ya que las autoridades públicas[17] pueden afectar un determinado sector industrial —y las empresas ubicadas en él—, ya sea aumentando o disminuyendo la rentabilidad con sus decisiones.

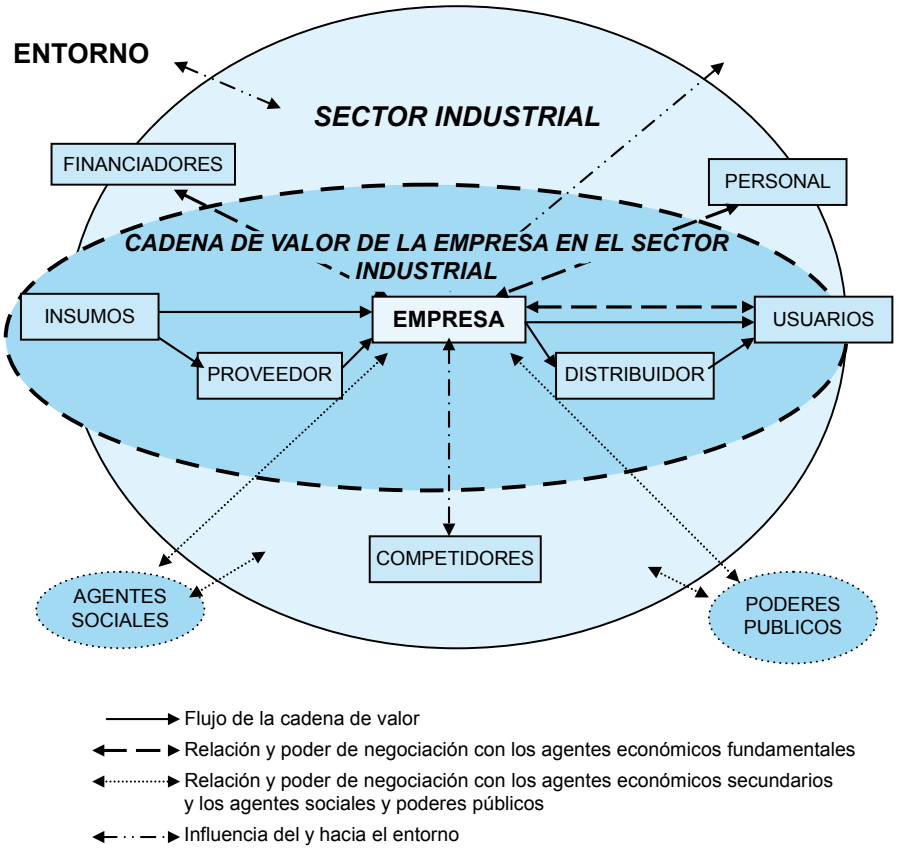
En el gráfico 1 se muestra la cadena de valor externa de la empresa en su sector industrial y las distintas opciones estratégicas que la organización tiene: puede optar por una estrategia de integración hacia atrás —reemplazar al proveedor— o por una estrategia de integración hacia adelante —reemplazar al distribuidor—, o en su defecto, entregar algunas o todas estas etapas a otras entidades, según sea el efecto que cada una de estas opciones provoque en el valor de la empresa.

En este sentido, la gestión del valor supone que la empresa no solo debe conocer el poder de presión y de negociación de cada uno de estos componentes del entorno, sino que debe establecer en su proceso de planificación estratégica, aquellas estrategias que le permitan mejorar su presencia en el mercado como, a su vez, lograr un poder de negociación más equitativo frente a estos agentes del entorno, pues es determinante para lograr el objetivo fundamental de la organización que es el incremento en el valor de la entidad.

[16] Estos nuevos competidores pueden estar dados, ya sea por nuevas empresas que se integran al sector, o por empresas que se trasladan de otro sector industrial a ofrecer productos y/o servicios sustitutos a este sector industrial.

[17] Se trata del gobierno, principalmente de su política financiera y económica, el gobierno local y las entidades reguladoras y fiscalizadoras.

Gráfico 1. Agentes económicos y gestión del valor



Fuente: elaboración propia

3.2. Modelamiento de la empresa

La empresa, desde un punto de vista conceptual, puede ser modelada desde diversos ángulos (administrativo, sistémico, organizacional, económico, financiero, etcétera). De todos ellos, el que resulta relevante, de acuerdo a los objetivos perseguidos en este trabajo, es el punto de vista financiero. Por ende, al centrarse en el modelo financiero de empresa, surge con nitidez la gestión del valor en esta unidad económica y las dos formas en que puede ser modelada (Broto 2001), ya sea desde la teoría de la entidad, como desde la teoría de la propiedad.

Teoría de la entidad. Los recursos que utiliza la organización se determinan por el destino de estos recursos invertidos (Inversión = I), como también desde el origen de estos recursos recibidos como financiación

(F); esto conduce a que en la actividad económica realizada por la empresa se requiera la presencia de administradores, los cuales no necesariamente son los propietarios, para la gestión de dichos recursos.[18] Desde un punto de vista analítico, esta relación puede ser expresada de la siguiente forma:

(2) RECURSOS ⇔ I = F

Por lo tanto, en este caso, el valor creado por la empresa debe ser medido con relación al total de los recursos invertidos y, por ende, su distribución abarca a todo el conjunto de agentes económicos involucrados.

Teoría de la propiedad. Los recursos utilizados por la empresa son financiados total o parcialmente por medio del propietario, el que los aporta para la realización de la actividad económica, por lo que si en algún momento se desea conocer el valor de esta aportación se deberá determinar el patrimonio neto o fondos propios (FP), a partir de los bienes y derechos entregados (inversión = I) y de las obligaciones con terceros (OT), a saber:

(3) RECURSOS ⇔ I = F, en donde:

I = OT + FP, por tanto:

FP = I - OT

En este contexto, el valor creado por la empresa debe ser medido bajo el ángulo del valor creado para el propietario. Por lo tanto, surge la necesidad de identificar el valor creado por la empresa como unidad económica, lo cual implica considerarla necesariamente bajo el contexto del modelo de la teoría de la entidad, ya que este separa la propiedad de la entidad de su gestión y muestra el valor analítico de sus recursos.

3.3. Mercado real *versus* mercado financiero

A partir del modelo de la entidad, los recursos de la empresa pueden ser analizados desde el mercado real o desde el ángulo del mercado financiero, por lo que se debe distinguir claramente cada uno de estos mercados y la interrelación que estos tienen.

a.- Mercado real

Es el mundo físico en el cual se mueve la empresa representado por los productos y/o servicios que ofrece en el mercado para satisfacer las necesidades de los usuarios. Es en este mercado real en donde la empresa actúa y determina las estrategias a seguir para alcanzar, mantener y desarrollar una ventaja competitiva que le permita incrementar sus ventas por sobre los costos de los recursos utilizados para lograr ese nivel de ventas.

Todo lo que se ha mencionado debe traducirse en planes estratégicos que le permitan obtener un rendimiento de las inversiones por sobre el costo de financiamiento de dichas inversiones, ya que de esta manera se estarán sentando las bases para incrementar su valor económico.

(4) **Rd > CF**,

en donde:

$Rd = M * R * (1 - t) = (BAII/V) * (V/I) * (1 - t)$

$CF = ((OT / F) * (Kd *(1 - t))) + ((FP / F) * Ke)$

Siendo:
Rd = rendimiento de la inversión
CF = costo de financiación
M = margen de explotación

[18] Esta separación entre propiedad y administración queda claramente expuesta, desde un punto de vista del modelo económico, en la teoría de la agencia.

R = rotación de la inversión
t = tasa de impuesto a la renta
BAII = beneficio operativo antes de intereses e impuestos
V = ingresos de explotación
I = inversión
OT = obligaciones con terceros
F = financiación
Kd = costo de financiación de terceros
FP = fondos propios
Ke = costo de financiación de fondos propios

Lograr lo anterior implica que en la empresa se deberán tomar decisiones en tres aspectos fundamentales que, en definitiva, determinan la capacidad de esta para aumentar su valor económico:

- **Decisiones sobre cartera de negocios a mantener.** Este es un punto crucial en toda empresa ya que la razón de ser de la organización se explica a partir de sus negocios. Estos responden a un interés de mercado que la empresa debiera saber capturar y traducir en una ventaja competitiva que lleve a un crecimiento en sus ventas y que, a su vez, implique un aumento del beneficio de la operación antes de intereses e impuestos (BAII). De esta forma, se estarán sentando las bases para incrementar su flujo de efectivo y, por tanto, su capacidad de incrementar el valor económico.

- **Decisiones sobre inversiones.** Todo desarrollo de negocios implica recursos y desarrollo de actividades, ya sea realizadas por la propia empresa (internalización) o por terceros (externalización), por lo que la dirección deberá determinar la combinación más adecuada para maximizar el valor económico de la empresa (Tarziján 2003). Esta combinación de recursos podría requerir nuevas inversiones; en consecuencia, es fundamental establecer con claridad el monto y momento de estas, ya que toda inversión adicional debería llevar necesariamente a un incremento en el BAII para así alcanzar un aumento sostenido en el rendimiento de estas inversiones. Además, toda inversión implica financiamiento, por lo que un exceso de inversión significará para la empresa asumir un costo de financiamiento innecesario y un efecto negativo en la capacidad para crear valor económico.

- **Decisiones sobre financiación.** En toda inversión es una decisión fundamental la fuente de financiamiento, ya que esto implica un costo de financiamiento asociado que se debe cubrir con los resultados obtenidos de la operación. Esta fuente puede provenir de terceros —ya sea del sistema financiero o directamente del público— o de los propietarios —ya sea por capitalización de utilidades o aumento de capital—. Como cada fuente de financiamiento[19] representa un costo concreto y distinto para la empresa, entonces, la elección debe apuntar a optimizar el financiamiento, cuidando de mantener un buen grado de solvencia y de disminuir su costo.

b.- Mercado financiero

El mercado financiero o de capitales, al cual se pueden aplicar todas las decisiones del mercado real, es un tanto más complejo en su operatoria, ya que la alta dirección de la empresa debe convencer a los posibles financistas de que las expectativas que proyecta en el mercado real son totalmente alcanzables. El mercado

[19] Un aporte interesante sobre la relación entre las oportunidades de crecimiento (decisión de inversión) y financiamiento es el trabajo de De Andrés, San Martín y Saona (2004).

financiero o financiación externa[20] es amplio, en el cual se distinguen claramente dos tipos de financistas: por un lado, los intermediadores institucionales de recursos financieros[21] y, por otro, los financistas directos. Estos financistas, desde el ángulo de la empresa pueden ser clasificados como acreedores o propietarios, dependiendo de la forma en que se entregue el aporte financiero a la compañía.

El financista acreedor está interesado en que su empréstito sea devuelto en la fecha y condiciones establecidas con los respectivos intereses de la operación, por lo que en este caso, el valor subjetivo del acreedor será establecido por el cumplimiento cabal de la obligación por parte de la empresa.

En cambio, la participación del financista propietario es a través del aporte de capital que este realiza de acuerdo a la forma de constitución legal que adopte la empresa. Si esta organización se constituye como sociedad anónima, el capital se dividirá en alícuotas denominadas acciones, que podrán ser ofertadas al público en el caso de una sociedad anónima abierta. Al salir la acción a cotización pública, aparecen dos tipos de financiadores: aquellos que pretenden mantener como inversión dichas acciones y aquellos que buscan especular con ellas. Los primeros pueden ser inversionistas activos o pasivos. El primero es aquel que en definitiva busca gestionar la empresa para incrementar el valor económico de esta y así valorizar su propia inversión, es decir, es el inversionista controlador (Álvarez y Raineri 2002). Por otro lado, el inversionista pasivo es aquel que busca una rentabilidad de su inversión dada fundamentalmente por los dividendos de la acción.

Por otro lado, el inversionista especulador persigue capturar la diferencia positiva en el precio de la acción comprando a bajo precio y vendiendo una vez que el valor de la acción haya llegado al precio subjetivo por el cual el inversor está dispuesto a vender, obteniendo de esta manera una ganancia por la diferencia.

Como cada uno de estos inversores tiene sus propios intereses o expectativas (Knight 2002), el valor económico de estas acciones está determinado por el valor subjetivo que cada uno se hubiere planteado al momento de la compra, es decir, en las expectativas de que la alta dirección haga un buen o mal trabajo con los recursos invertidos y las oportunidades de la economía y el sector. Con esto queda claro que los accionistas no se pagan ni por el costo histórico de las inversiones ni por el comportamiento pasado de la empresa.

Entonces la rentabilidad que recibe un accionista por las acciones que posee no está marcada por los rendimientos reales que ha obtenido la empresa, sino por la capacidad que tiene la alta dirección de cumplir con sus expectativas. En otras palabras, se puede generar una gran cantidad de valor en el mercado real, pero si la administración no lo hace tan bien como los accionistas esperan que lo haga, la empresa creará menos valor en el mercado financiero, pudiendo llegar a no crearlo o, en el peor de los casos, a destruirlo.

Gestionar las expectativas en el mercado de capitales no es tarea fácil, ya que se debe procurar no generar expectativas inalcanzables pues si estas no son cumplidas, el mercado perderá la confianza en la empresa o más bien en la alta dirección. Se podría pensar en-

[20] Es importante indicar que además de la financiación externa existe la financiación interna o autofinanciación, cuya principal fuente viene dada por las amortizaciones (Pisón 2001) y la capacidad de la empresa para generar autosuficiencia líquida a partir del flujo efectivo de la operación (Medina y González 2005).

[21] Se trata principalmente de la banca, las compañías de seguros, las administradoras de fondos mutuos y las administradoras de fondos de pensiones (AFP).

tonces, que lo más justo es generar expectativas bajas, pero tal postura, a su vez, al ser reconocida en el mercado de valores, generaría un bajo precio de la acción y podría ser una buena oportunidad para una oferta pública de acciones hostil a la empresa.

4. Conclusiones

La gestión del valor económico es un aspecto central en la gestión de empresas; este es eminentemente subjetivo pues depende de las expectativas que cada uno de los agentes económicos se hubieren cifrado. En definitiva lo que se busca valorar es la capacidad de la dirección para incrementar la riqueza de la empresa, por lo que en este contexto, es muy difícil establecer el valor ideal de la empresa y más complejo aún es escoger el método o subrogado de valor adecuado para estimar dicho valor económico.

Es importante indicar que no se crea valor económico por medio de manipulaciones financieras, sino mediante el desarrollo de planes estratégicos y de explotación fiables para los negocios de la empresa, lo cual debiera redundar en un incremento de su valor económico.

En este sentido, se debe distinguir entre mercado financiero y mercado real y examinar cómo se relacionan entre sí pues ambos son muy relevantes aunque no deben confundirse, ya que la empresa debe generar valor económico a partir de su actuación en el mercado real, valor que se espera sea reconocido en el mercado financiero.

Por último, es importante resaltar que este valor económico está influenciado por los diversos agentes económicos que interactúan con la empresa; así pues, la capacidad de la compañía para incrementar su valor económico dependerá de la forma como esta se relacione con estos agentes y del poder negociador que estos tengan.

Referencias bibliográficas

Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA)

1999 *La dirección y gestión por competencias*. Serie Principios de Organización y sistemas. Madrid: AECA.

Álvarez, Carola y Ricardo Raineri

2002 *Mercado de control corporativo en Chile*. Santiago: Pontificia Universidad Católica, Departamento de Ingeniería Industrial y Sistemas, Escuela de Ingeniería.

Broto, Jesús

2001 *La contabilidad ¿nueva lógica para la implantación de la sociedad del conocimiento?* Zaragoza: Universidad de Zaragoza.

2000 *Control de Gestión*. Zaragoza: Copy Center.

Bunge, Mario

1982 *Economía y filosofía*. Madrid: Tecnos.

De Andrés, Pablo, Pablo San Martín y Pablo Saona

2004 «Decisiones financieras en la empresa chilena: una mirada a través de las oportunidades de crecimiento». *Abante*, vol. 7, N° 1, pp. 3-34, Santiago.

Franch, José

1990 *Fundamentos del valor económico*. Madrid: Unión Editorial.

Ghoshal, Sumantra, Cristopher Bartlett y Peter Moran

1999 «Un nuevo manifiesto a favor del management». *Harvard-Deusto Business Review*, diciembre 1999, vol. 93, pp. 12-26, Barcelona.

Jaensch, Günter

1974 *Valoración de la empresa*. Barcelona: Ariel.

Knight, James

2002 *La administración integral basada en el valor*. Bogotá: McGraw Hill.

Medina, Alex y Julián González

2005 «Propuesta metodológica para análisis de la solvencia de la empresa por medio del estado de flujo Efectivo». *Panorama Socioeconómico*, vol. 31, pp. 82-91, Talca.

Pisón, Irene
2001 *Dirección y gestión financiera de la empresa*. Madrid: Pirámide.

Real Academia Española
2001 *Diccionario de la lengua española*. Vigésima segunda edición. Madrid: Espasa.

Rojo, Alfonso
2007 *Valoración de empresas y gestión basada en el valor*. Madrid: Thomson.

Tarziján, Jorge
2003 «Revisando la teoría de la firma». *Abante*, vol. 6, N° 2, pp. 149-177, Santiago.

Weber, Max
1977 *Economía y sociedad*. México: Fondo de Cultura Económica.

Fecha de recepción: 15 de julio de 2011
Fecha de aceptación: 02 de setiembre de 2011
Correspondencia: alex@ubiobio.cl