

UNIVERSIDAD NACIONAL DE ANCASH

“SANTIAGO ANTUNEZ DE MAYOLO”

Facultad de Economía y Contabilidad

INFORME FINAL DE TRABAJO DE INVESTIGACIÓN



**“EL CONCEPTO DE LA RENTA ECONÓMICA PARA
EVALUAR EL ÉXITO EMPRESARIAL EN LA REGIÓN
ANCASH: CASOS DE EMPRESAS COMERCIALES,
PRODUCCIÓN Y SERVICIOS”**

AUTORES : Mag. Nelson Francisco CRUZ CASTILLO.

CO- RESPONSABLES: Mag. William Z. Ojeda Pereda

HUARAZ – PERÚ

2012

INDICE

	Pagina
Índice	2
Resumen	4
Abstract	5
I. INTRODUCCION	6
1.1. PROBLEMA	11
1.1.1. Problema General	11
1.1.2. Problema Específico	11
1.2. OBJETIVOS	11
1.2.1. Objetivo General	11
1.2.2. Objetivo Específico	11
1.3. JUSTIFICACIÓN	11
1.3.1. Justificación	11
II. HIPOTESIS	14
III. BASES TEORICAS	15
IV. MATERIALES Y METODOS	43
4.1. Material del estudio	43
4.1.1. Población	43
4.1.2. Muestra	43
4.2. Métodos y técnicas	44
4.2.1. Método	44
4.2.2. Técnica	44
V. RESULTADOS	48
VI. DISCUSION	68

VII.	CONCLUSIONES	72
VIII.	RECOMENDACIONES	74
IX.	BIBLIOGRAFIA	75
	ANEXOS	78

RESUMEN

El interés de este estudio es conocer la utilidad que tiene el concepto de Renta económica en la evaluación del éxito empresarial en la Región Ancash. Este nuevo concepto para evaluar a las empresas deviene de la investigación de dos Profesionales de la London Business School, Evan Davis y John Kay referente a la utilidad del concepto de Renta Económica, publicado en Perú Económico en el año de 1990.

Se presenta en forma detallada el procesamiento de la información y las ecuaciones simplificadas, que involucran las variables utilidad operativa, activos en operación, costo de oportunidad, renta económica y la inversión en capital y mano de obra. Para ello se hacen comparaciones entre los indicadores de retorno de la inversión en capital y mano de obra de las empresas más representativas de la región. Se toma en cuenta también el retorno sobre el patrimonio de cada una de las empresas y el retorno de los bonos en el mercado peruano.

Se concluye entonces que el concepto de Renta económica es útil para evaluar el éxito de las empresas de la región Ancash, asimismo se determina que son muy pocos los indicadores económicos- financieros adecuados para evaluar a las empresas de la Región Ancash.

Palabras clave: Éxito empresarial; indicadores económicos-financieros; evaluación de empresas; Renta económica; costo de oportunidad.

ABSTRACT

The interest of this study is to know the utility which has the concept of economic income in the assessment of business success in the Ancash region in Peru. This new concept to assess companies becomes the research of two professionals from the London Business School, Evan Davis and John Kay on the usefulness of the concept of economic income, published in economic Peru in the year of 1990.

It is presented in detail the information processing and simplified equations, involving the variable operating income, assets in operation, cost of opportunity, economic income, and investment in capital and labour. This made comparisons between indicators of return on investment in capital and labour from the most representative companies of the region. Takes into account also the return on the assets of each of the companies and the return of the bonds in the Peruvian market.

It was concluded that the concept of economic income is useful for evaluating the success of businesses in the Ancash region, is also determined that there are very few economic indicators - adequate financial to evaluate the companies of the Ancash region.

Keywords : Business success, económicos-financieros indicators, evaluation of enterprises; Income economic; opportunity cost

I. INTRODUCCIÓN.

Actualmente muchas calificadoras de riesgo, organizaciones internacionales, entre otras instituciones publican periódicamente los ranking de las primeras empresas a nivel nacional e internacional, por lo que, utilizan una variedad de indicadores macroeconómicos, macroeconómicos, políticos, institucionales, etc., para calificarlas. En ese sentido, el presente estudio tiene el objetivo de determinar el indicador mas apropiado para medir el éxito empresarial y mejorar la valuación de las mismas.

Así podemos decir que, generalmente se evalúa el éxito empresarial sobre la base de sus Utilidades contables respecto a sus Activos, Patrimonio o capital, ventas totales o al número de empleados. En el ámbito nacional, la Refinería la Pampilla, la Telefónica del Perú, Southern Peru Cooper Corporation, Minera Yanacocha, Grupo Interbank, o Aje Group podrían reclamar el título de la Empresa más exitosa del Perú en los últimos años, pues sabemos que fueron los líderes en su respectivo sector, ya sea de Servicios, Producción o Comercio. Y en el ámbito internacional, PETROBRAS, PEMEX, PDVSA, O VALE también podrían reclamar el título de la empresa más exitosa de América Latina en el año 2009.

El valor de las ventas y de las utilidades puede ser un indicador económico coyuntural y relativo desde el punto de vista del escenario de la economía mundial. El problema planteado, deviene de la investigación de dos Profesionales de la London Business School, Evan Davis y John Kay referente a la utilidad del concepto de Renta Económica, publicado en Perú Económico tomado de The Economist, y en el cuál se menciona que, la Royal Dutch/ Shell podría ser una candidata para catalogarla como la más exitosa del mundo en el año 1989; aunque Vale Do Rio Doce, empresa Brasileña también podría serlo puesto que logró las mayores Utilidades en proporción a sus ventas y activos en el mismo

año, y por otro lado, también la empresa Norteamericana Lyondell Petrochemical podría reclamar el título puesto que en el mismo período obtuvo las mayores Utilidades por empleado, así como el mayor retorno sobre su Patrimonio.

El inconveniente de éstas medidas de rentabilidad, es que podemos constatar que la Shell tuvo Utilidades que fueron respecto a sus ventas apenas la sexta parte de Vale do Río Doce. Este ratio de medir las Utilidades respecto de las ventas discrimina en contra de los negocios con alta rotación y bajos márgenes como tienen los supermercados, que son del sector comercio.

Así también, las Utilidades respecto de los activos sería una medida no adecuada, especialmente sería errado aplicarlo al sector Bancario que son intensivos en Capital, por tanto, una empresa que usa pocos activos tendría un mejor desempeño si se utilizara este indicador.

Por otro lado, utilizar el ratio de las Utilidades por empleado como indicador de éxito empresarial, tampoco resultaría confiable, ya que por ejemplo las empresas mineras, químicas y petroleras son menos intensivas en mano de obra que una empresa de servicios o una de construcción, por lo que pareciera más exitosa las primeras que utilizan menos el factor trabajo. Ello también se verifica en el ámbito de pequeñas y medianas empresas, inclusive se toma como uno de los criterios para evaluar el éxito financiero empresarial la obtención de mayores Utilidades y rendimiento sobre la Inversión (WONG 1995: 144-145).

Asimismo, según el ranking del 2001 de la revista *América Economía*, nos dice que por tercer año consecutivo el Banco Itaú de Brasil, logra ser el número uno entre los 25 mejores bancos de la región; ganando con una rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) cercana al 40% y con un buen colchón de capital, siendo el ratio Capital /Activos cercano al 10%. En el caso peruano la Refinería la Pampilla obtuvo el primer lugar en el

ranking 2009, pero su ratio utilidad neta/ Patrimonio neto es mucho menor que la de Falabella Perú que ocupó el quinceavo lugar.

El análisis económico positivo, nos plantea el problema evidente de establecer el valor económico de una empresa. Y es que, la razón principal para descartar los referidos indicadores económicos – financieros es que ninguno refleja el valor económico de una empresa, ni siquiera en el largo plazo.

Si tenemos que el valor económico considera las Rentas Económicas que la empresa realiza, y la pérdida para la economía en su conjunto si la empresa dejara de operar; podemos decir, que un cambio en éstas Rentas determina cambios en los precios de las acciones de la empresa. Así, en la medida que los empresarios busquen maximizar el precio de largo plazo de las acciones de sus empresas, una medida más apropiada del éxito empresarial sería la Renta económica que su Firma realiza.

La discrepancia que existe entre la renta económica de una empresa y su valor en el mercado, que está determinado por el precio en la bolsa de valores o en la subasta convocada, subsistirá en el tiempo, siempre que exista inestabilidad o riesgos en la economía.

Así, el concepto de renta económica abre una discusión en el análisis económico y financiero, porque se le puede considerar como un indicador del Éxito empresarial que servirá en el diseño de la Estrategia empresarial. Esta aplicación, podrían traer implicancias económicas en el desempeño empresarial de un País, en el aspecto de la política tributaria, en el aspecto de la ley antimonopolios, entre otros, como la Privatizaciones.

En el caso de las Privatizaciones de empresas públicas (TAFUR 1991: 17), que se iniciaron fuertemente a partir de la década del ochenta, como una reforma económica que en el mundo implicaba transferir

las empresas estatales, activos o bienes productivos que el gobierno posee en diversas áreas de la actividad económica al sector privado. Ello partía de una evaluación de las empresas y posteriormente se aplicaba diversas técnicas de privatización.

Estos procesos de privatización en el mundo han sido diferentes, pero han tenido que tomar en cuenta factores mínimos, en el cuál la condición financiera y desempeño de la empresa tienen un peso relativo en la decisión de los programas de privatización de los respectivos gobiernos.

Cómo entonces se resolvía el problema de valorización de las empresas antes de transferirla al sector privado, considerando que el Estado desea maximizar sus ingresos. Primeramente, se tomaba el valor contable o el valor en libros de la empresa, lo cuál obviamente no reflejaba el valor real. El valor comercial, que es igual al monto al cuál se puede vender la empresa, indicador relativamente adecuado, lo que se llamaría valor de mercado; pero que para calcular éste valor se debe fijar primero un precio base, que es el valor mínimo de liquidación y después generar competencia entre el mayor número de compradores. Así, el valor de la empresa estará en función de su rentabilidad futura, ligado a la decisión del inversionista quién analiza el riesgo y rendimiento que le proporciona el mercado.

Por lo tanto, el valor de las empresas públicas no es el que surge de la rentabilidad sino que esta dado por el potencial del mercado; valor que muchas veces no coincide con el valor económico de una empresa, que es la diferencia entre el valor de la empresa en operación y su valor en quiebra. Recordemos que el precio de una empresa es aquel valor que está dispuesto a pagar alguien por ella. De allí, que se explica que existe dificultades o distorsiones en el programa de privatizaciones, pues en muchos casos se ha subvaluado conscientemente las empresas estatales y en pocos casos se ha maximizado los ingresos del Estado. Por tanto, lo que se pretende

es que los gobiernos también tengan una herramienta útil para poder evaluar la gestión empresarial de su sector.

Los antecedentes nos indican que han existido fallas graves y muy caras en la política de venta de activos de empresas estatales, no solo en Países subdesarrollados sino también en Países desarrollados como el programa Británico (Vickers y Yarrow 1,991:192-507) aun teniéndose presente que el precio de las acciones estaban establecidas en un mercado de capitales más avanzado. El éxito de las privatizaciones mayormente está vista en el largo plazo y en términos de su efecto sobre la eficiencia económica.

Aunque el método más utilizado en muchos Países, fue el de la venta privada de acciones o activos a un solo comprador (ALVAREZ 1992: 171-178), en el proceso de privatizaciones no se ha tomado mucho en consideración al indicador que refleja el éxito empresarial. Así entonces, podemos definir que uno de los temas más cuestionados en los programas de privatización, es la de precisar adecuadamente el valor de una empresa. Una manera de hallar el valor de una empresa, podría ser el costo de reposición, que supone el Cuánto costaría si tuviéramos que construirlo nuevamente, que puede ser el caso de empresas estatales creados por criterios políticos y no empresariales.

Otro método de valorización, como dijimos anteriormente es el valor en libros que puede ser útil solo para la contraloría general. Entonces, un método más efectivo puede ser el de estimar los ingresos futuros de la empresa, sin olvidar los parámetros internacionales que nos dan algunos criterios para la valorización de una empresa.

Lo que sí se tiene que considerar, para toda valorización empresarial, es la ejecución de un estudio que señale un monto de referencia, por consiguiente, es preciso que aquí se utilice el indicador de la renta económica; enfoque que no es utilizado por muchos autores (SANTANDREAU 1990: 23-69). La utilidad de este indicador de

rentabilidad empresarial será contrastada con lo invertido en mano de obra y capital, por lo que, se tendrá definido cuáles de las empresas están mejores operando o están mejores quebrando.

En conclusión, el éxito de una empresa debe evaluarse respecto de su renta económica y no respecto de las utilidades contables o del retorno sobre activos o ventas, ya sea en los sectores comercio, producción y servicios; argumento que evidencia, que éste concepto debe ser aplicado en la economía Peruana.

1.1 FORMULACION DEL PROBLEMA DE INVESTIGACION

PROBLEMA GENERAL:

¿Cual es la utilidad de aplicar el concepto de Renta Económica en la Evaluación del Éxito de las empresas de la Región Ancash?.

PROBLEMA ESPECÍFICO:

¿Cuáles son los Indicadores Económicos-Financieros adecuados para evaluar a las empresas de la Región Ancash?

1.2 OBJETIVOS

OBJETIVO GENERAL:

Determinar en que medida es útil el concepto de Renta Económica para evaluar el éxito del desempeño Empresarial en los sectores comercio, producción y servicios de la Región Ancash.

OBJETIVO ESPECIFICO:

Identificar los indicadores Económicos-financieros adecuados para Evaluar a las empresas de la Región Ancash.

1.3 JUSTIFICACION

Necesidad y Beneficios

Los financistas, especuladores, administradores y especialmente los economistas no han llegado a un consenso respecto a como valorar una empresa que está operando, singularmente se ha tratado de explicar el mecanismo para evaluar a las empresas privatizadas en estos últimos años. Desarrollar una teoría generalmente aceptable para un conjunto de supuestos y condiciones (KAFKA 1990: 13-149), es un reto relevante, y evidentemente el desarrollo de éste estudio se deriva de relaciones lógicas, la cuál conllevan a conclusiones de consistencia lógica.

El resultado final de grandes empresas como la General Motors, la norteamericana ENRON, la IBM y el fenecido Banco Wiese del Perú, nos han evidenciado que los profesionales especialistas en aspectos económicos- financieros no podemos fácilmente tomar criterios de rendimiento empresarial que describen algunos autores o “gurús”, porque la economía mundial tiene problemas cada vez más complejos. La recomendación de un médico puede ser diferente a la de otro.

Establecer la Renta económica de una empresa puede ser complejo, porque combina la variable de costo de oportunidad de lo que mucho hablamos los economistas pero que poco hemos desarrollado en combinación de los factores capital y trabajo. Puede que la aplicación y los resultados de éste concepto no sean adecuados para un País donde su mercado de capitales no es desarrollado.

Aunque el presente estudio se referirá principalmente a las evaluaciones de las medianas y grandes empresas, es necesario compatibilizar el concepto de Renta económica con el desempeño de las microempresas y pequeñas empresas (MYPES), debido a que estas representan la mayor absorción de mano de obra y son las mejores opciones para disminuir el desempleo. En el Perú existen más de tres millones de microempresas, pero sólo algunos miles exportan o podemos decir que muy pocas tienen éxitos como para desarrollarse empresarialmente, por

ello también, es necesario evaluar su éxito empresarial pero con los indicadores económicos- financieros adecuados.

Los resultados alcanzados en la presente investigación proporcionarán una consistente alternativa para evaluar el éxito de las empresas, puesto que utiliza herramientas básicas de la contabilidad y conceptos económicos que son verificables, como el costo de oportunidad, el insumo capital y trabajo, y la renta económica (TAMAMES 1994).

De tal modo, que la utilidad del concepto de Renta Económica será fácilmente manejable por especialistas en la materia, quienes pueden dar explicaciones y predicciones en torno al desarrollo empresarial. Por lo que, el presente trabajo de Investigación dará a conocer un consistente Indicador de rentabilidad que refleje el Éxito empresarial en cualquier economía y cuya evaluación partirá del concepto de Renta Económica; la que servirá para ser utilizado en el diseño de la estrategia empresarial de una empresa y para la política económica de un gobierno.

II. HIPOTESIS.

2.1 HIPÓTESIS Y OPERACIONALIZACIÓN DE VARIABLES

HIPÓTESIS GENERAL:

Utilizando el Concepto de Renta Económica se mejorará la evaluación del Éxito Empresarial de las empresas de la Región Ancash.

HIPÓTESIS ESPECÍFICA:

Aplicando el concepto de Renta Económica y Costo de oportunidad en la valorización de las empresas, se mejorará la valuación empresarial de las empresas en la región Ancash.

Variables:

Indicadores:

Variable Independiente X1:

Utilidad de Operación

Utilidad Bruta
Gastos de Administración
Gastos de Ventas
Ingresos

Variable Independiente X2:

Costo de Oportunidad

Bonos
Tipo de Interés Activa
Tipo de interés Pasiva
Inversión
Ahorro
Riqueza

Variable Dependiente Y:

Renta Económica

Valor de la Empresa
Costo de Oportunidad
Utilidad de operación
Excedente del Productor
Excedente del
Consumidor
Precios de Mercado

III. BASES TEORICAS.

3.1 Antecedentes de la Investigación

1. La investigación de dos Profesionales de la London Business School, Evan Davis y John Kay referente a la utilidad del concepto de Renta Económica, publicado en Perú Económico tomado de The Economist (1990), y en el cuál se menciona que, la Royal Dutch/ Shell podría ser una candidata para catalogarla como la más exitosa del mundo en el año 1989; aunque Vale Do Rio Doce, empresa Brasileña también podría serlo puesto que logró las mayores Utilidades en proporción a sus ventas y activos en el mismo año, y por otro lado, también la empresa Norteamericana Lyondell Petrochemical podría reclamar el título puesto que en el mismo período obtuvo las mayores Utilidades por empleado, así como el mayor retorno sobre su Patrimonio.

Este indicador, nos refiere The Economist, de rentabilidad empresarial puede ser utilizado como un elemento importante en el diseño de la estrategia empresarial. Si una empresa quiere vender o reducir alguna de sus divisiones, debería escoger la que contribuye en menor medida a esta *renta económica*. Para comparar la efectividad de invertir en capital o mano de obra, una empresa debería fijarse en las rentas añadidas por unidad de inversión.

En resumen, el éxito de una empresa debe evaluarse respecto de su renta económica y no respecto de las utilidades contables o del retorno sobre activos o ventas. Este indicador, por otra parte, puede resultar muy útil para los gobiernos que desean evaluar los resultados de una empresa. En los Estados Unidos, por ejemplo, las empresas de luz eléctrica y telefonía están prohibidas de obtener una rentabilidad "más allá de su nivel justo" con respecto al capital invertido. Ello da lugar, sin embargo, a que cuando las empresas de este tipo quieren elevar el tope de sus utilidades permitidas, a veces se ven tentadas a invertir en capital más de lo deseable. Por la misma razón en Gran Bretaña el gobierno imponía precios topes a los monopolios. En cualquier caso, sería mejor si

los gobiernos impusiesen un tope a la rentabilidad económica. Ello, ciertamente, removería las distorsiones que favorecen los excesivos gastos de capital.

Asimismo nos menciona, que la política tributaria también puede verse alterada por este indicador. En efecto, en muchos países los impuestos a las empresas se pagan netos de la utilidad de operación (por lo que una empresa que no tiene utilidades de operación no paga impuestos). Pero de esta manera una empresa no puede deducir automáticamente de sus impuestos el costo de oportunidad implícito de sus activos en operación. Esto significa que algunas empresas podrían ser gravadas sobre parte de sus utilidades de operación que representan un costo de oportunidad. Como resultado, el régimen tributario discrimina en contra de la inversión en capital y en favor de la inversión en mano de obra. Lo ideal sería, por tanto, gravar a las empresas sobre sus rentas económicas, es decir, sobre sus utilidades luego de deducidos los costos de oportunidad de los activos.

2. Tenemos un estudio de la empresa **Gerens**, cuyo director gerente Rodrigo Prialé presenta un informe sobre las empresas peruanas entre el 2002 y el 2006. Este estudio se basa al concepto de EVA (siglas en Inglés), que quiere decir, que a nivel universal una empresa crea **valor económico** cuando el retorno que obtienen sus accionistas supera el costo de oportunidad del capital invertido por ellos.

La creación de *valor económico* se obtiene multiplicando el patrimonio de la empresa (capital de los accionistas) por la diferencia que existe entre la rentabilidad patrimonial promedio obtenida y el costo de oportunidad de los accionistas. En términos monetarios las Tops 500 o quinientas empresas con mayores ventas del Perú crearon valor económico para sus accionistas por un monto de US \$9,359 millones en el periodo 2002-2006.

Si bien esta cifra puede parecer elevada para una economía como la peruana, es preocupante que en el 2006 la norteamericana Wal-Mart

generó tanto valor económico como lo hicieron, en conjunto, las Tops 1,000 empresas en el Perú. En tal sentido, se señala que es pequeña si se compara con la mostrada por otros países. Comenta además, que aunque las Tops 500 del Perú han registrado la tasa de rentabilidad más alta del período 2002-2006, que fue de 19.1%, son las que, en términos relativos, han generado menos valor económico a sus accionistas.

Por consiguiente, la baja capacidad de creación económica de la mayoría empresas que operan en el Perú es una limitante para el desarrollo del país. Asimismo, el director de Gerens señala que para financiar su desarrollo las empresas requieren generar recursos, ya sea para fortalecer su patrimonio y así estar en condiciones de captar más deuda, o para financiar la compra de nuevas empresas. (Informe presentado, en el diario Gestión, 15 de enero de 2008. Perú)

3. La Metodología para hallar los 25 Mejores Bancos de América Latina, utilizado por América Economía 2001-2010¹. El ranking toma como base los 100 mayores bancos de América latina por activos totales. No considera bancos estatales, debido a que en general, éstos no operan bajo las mismas normas de supervisión.

La herramienta que se utiliza para determinar a los mejores es el método CAMEL:

C: Capital adecuacy (suficiencia de capital)

A: Assets Quality (Calidad de activo)

M: Management (Gestión)

E: Earning (Ganancias)

L: Liquity (Liquidez)

Cada uno de ellos tiene su peso porcentual, siendo el último indicador el **Tamaño** que entra en la metodología, ya que a pesar que la selección de los cien primeros bancos entrega una muestra homogénea, la distancia entre el número uno y el cien es más de US\$ 285,000 millones.

¹ AméricaEconomía (21.10.2010). Ranking los 25 Mejores Bancos de América Latina y los 250 mayores de la Región. Puede verlo en: <http://rankings.americaeconomia.com/2010/bancos-americalatina2010/metodologia.php>

3.2 Bases Teóricas

En este proyecto de investigación se plantea un nuevo método para evaluar el desempeño económico - financiero empresarial, este hace referencia a un planteamiento de dos economistas ingleses quienes lo denominan, el concepto de Renta económica; concepto casi nunca utilizado por economistas y especialistas cuando se trata de evaluar el éxito empresarial. Se plantea este método debido a que, existe el problema de definir que empresa es más exitosa, y ello se debe a que los conceptos, variables e indicadores son muchas veces equivocadamente aplicados; porque es muy reconocido que las empresas tienen diferente tamaño, diferente estructura organizacional y que su valorización cambia según sus activos físicos, activos financieros, su capital humano, su gestión empresarial, así entre otros aspectos, como el de la propiedad y control.

Generalmente, se utiliza los indicadores financieros para evaluar el éxito empresarial, y para ello se toma en cuenta las utilidades, las ventas, el capital, el patrimonio, entre otros activos y pasivos; lo cual nos da resultados coyunturales y no tan cercanos a la realidad. Así entonces, el objetivo es determinar que el concepto de Renta económica es útil para evaluar el éxito empresarial y para valorizar a las empresas Peruanas; esperándose por tanto, que su aplicación sea relevante en la toma de decisiones económicas-financieras en el sector privado y público. Según la propuesta, el concepto de renta económica se deriva de la diferencia que existe entre las utilidades operativas y el costo de oportunidad que tiene una empresa; por consiguiente, se crea un indicador que evalúa el éxito empresarial, y esta dada por la división entre la renta económica y la inversión en capital y mano de obra.

Traduciendo un reporte de la FAO sobre el caso de los recursos naturales de Surinam, podemos mencionar que “La renta económica puede ser definido como el exceso de valor creado durante la

producción de un bien o servicio, debido a la posesión de un factor de producción que está fijado o limitado por la oferta. En muchas actividades económicas, no es posible crear rentas económicas. Así por ejemplo, si un aserradero pudiese vender su madera aserrada por más de su costo de producción (así ganaría una renta económica para su actividad), pero otros productores podrían después entrar al mercado y llevar los precios abajo, tal que el excedente podría desaparecer. No obstante, si esa actividad fuera dependiente sobre la base a un factor fijo de producción (ejemplo, un exclusivo derecho de propiedad tal como un proceso de producción patentado o derecho de autor de un diseño de producto), los otros productores no podrían entrar en esa parte particular del mercado y llevar los precios hacia abajo y la renta económica podría persistir.” (Whiteman 1999: 2-3)

Por otro lado, se afirma que el excedente del consumidor es el máximo precio dispuesto a pagar menos el precio pagado. La renta económica es la diferencia entre el precio de mercado que un propietario pueda vender un activo o servicio y el precio que él está dispuesto a venderlo (Skousen 2000, Capítulo 9). La renta económica se aplica a todos los aspectos del mercado y no solamente al caso de la tierra. Por ejemplo, un jugador Peruano de fútbol tal vez estaría dispuesto a jugar por \$100,000 al año, sin embargo, Barcelona de España estaría dispuesto a pagar \$2 millones de dólares al año. Casi todo su salario es renta económica.

Renta económica en producción

La Renta económica es la diferencia entre lo que se paga por un factor de producción y cuánto tendría que pagarse por permanecer en su actual uso. Así la política de invención, el efecto de Red, el poder de monopolio, pueden crear Renta económica.

David Ricardo y la renta económica.

David Ricardo, economista inglés (1772-1823), uno de los primeros tratadistas de la economía clásica, autor de nuevas teorías sobre el

valor, la moneda, los bancos de emisión, etc. Su obra: Principios de Economía Política. Si bien Smith fundó la escuela clásica, Ricardo fue la figura más destacada en cuanto al posterior desarrollo de las ideas de los clásicos, debido en parte a que demostró las posibilidades del método abstracto.

En primer lugar, debemos destacar que Ricardo formalizó el concepto de *renta económica*, que decía que las diferencias en la calidad de las rentas de la tierra determinarían que los propietarios de las tierras fértiles obtendrían rentas económicas más altas, pero la producción en las de peor calidad sería solo la justa para cubrir los costos y no daría lugar a renta. La clave de la aparición de renta económica radica, pues, en que la oferta de tierras fértiles es rígida.

Renta Económica "pura" e Ingreso de Transferencia

Determinados factores productivos presentan ciertas peculiaridades por el lado de la oferta que merecen destacarse. Así, la oferta de algunos factores de la producción es casi rígida al menos en el corto plazo. Además, algunos de ellos no son el resultado de un proceso productivo. En este sentido cabe destacar que los dos ejemplos más representativos son el caso de la tierra y el trabajo (MOCHÓN, F. 1987: 254-255).

Cuando el factor de que se trate es producible, su precio permitirá cubrir sus costos de producción y la tasa de beneficios normal (en mercados competitivos y a largo plazo). En el caso de factores que se encuentran en cantidades prácticamente fijas, su retribución o una gran parte de la misma se considera una "renta económica pura", una plusvalía que incluso desapareciendo no evitaría que dicha cantidad del factor se siguiera ofreciendo. La cuantía de la renta económica dependerá por lo tanto del nivel de la demanda existente en relación a la cantidad del factor. Un ejemplo clásico de renta económica pura es el de suelo urbanizable. En el caso de oferta fija el precio o retribución del factor no viene en modo alguno determinado por el coste, como es el caso de las curvas de oferta crecientes.

El concepto de renta económica, en términos generales ésta se define como la diferencia entre el valor del factor en el uso mejor que se le ofrece y su valor en el empleo alternativo mejor pagado. En base a esta definición el pago que se le hace a un factor puede ser dividido en dos componentes. El primero es la cantidad suficiente que se le paga a un factor para hacer que éste permanezca en la industria y no se traslade a otra, y que se suele denominar "ingreso de transferencia". El segundo componente es el resto del precio y es lo que propiamente constituye la renta económica.

Los ingresos de un factor generalmente están integrados conjuntamente por ingresos de transferencia y por renta económica. En algunos casos, sin embargo, los ingresos de un factor son prácticamente sólo ingresos de transferencias o sólo renta económica. Así, si la curva de oferta de un factor con la que se enfrenta una empresa es totalmente elástica, entonces los ingresos del factor son sólo ingresos de transferencia mientras que si la oferta de un factor es totalmente rígida para un uso, entonces los ingresos son sólo renta económica. La oferta de ciertos factores como pueden ser los futbolistas de cotización mundial, los corredores de Fórmula 1, los cantantes de Ópera más destacados, etc., es prácticamente rígida ya que son muy pocas las personas que poseen la habilidad requerida en dichas actividades de forma que la cantidad es fija y en buena medida tienen la posibilidad de ofrecer sus habilidades a cualquier precio. Para estos factores sus ingresos están constituidos en su mayor parte por rentas económicas.

Valoración de Empresas

¿Porqué evaluar una empresa?, esta es la pregunta necesaria para desarrollar este trabajo de investigación, por lo que, con el aporte del Profesor Samuel Brugger Jacob², presentaremos los métodos de valoración de empresa.

² http://www.monografias.com/usuario/perfiles/prof_samuel_inmanuel_brugger_jacob

La necesidad de valorar las empresas es cada vez más necesario dado que en el mundo, incluido el Perú, las Fusiones y adquisiciones de empresas se realizan constantemente, por lo que se necesitan especialistas para este tipo de transacciones.

Se puede definir la valoración de la empresa como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada. La medición de estos elementos no es sencilla, implicando numerosas dificultades técnicas.

Al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de valores razonables dentro del cual estará incluido el valor definitivo. Se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado, ni por supuesto su precio.

El valor no es un hecho sino que, debido a su subjetividad, podríamos considerarlo como una opinión. Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Las mayores diferencias entre precio y valor suelen generarse por las relaciones de mercado entre compradores y vendedores.

El precio de una empresa se halla normalmente muy por encima de su valor si llega a llamar la atención de varios compradores como fue el caso de las empresas de informática en los 90's. En caso contrario, el precio está por debajo del valor de las empresas como ha sucedido con las empresas de metalurgia y otros ángeles caídos ("Fallen Angels").

El comprador recibe la empresa por debajo de su valor real. Al encontrarse la empresa en dicha situación es candidata a las ofertas de compras hostiles ("Unfriendly Takeover") por parte de piratas ("Raiders"), los cuales especulan a poder partir la empresa en varias y venderlas por separado consiguiendo así su ganancia. Los "Raiders" tuvieron su época dorada en los 80's, al comprar empresas estadounidenses con tecnología obsoleta que no podían competir con las empresas japonesas.

Una valoración es una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que ésta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado.

Los motivos para valorar a una empresa, pueden ser **internos**, es decir la valoración está dirigida a los gestores de la empresa y no para determinar su valor para una posterior venta. Los objetivos de estas valoraciones pueden ser los siguientes:

- Conocer la situación del patrimonio
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos.
- Establecer las políticas de dividendos.
- Estudiar la capacidad de deuda.
- Reestructuración de capital.
- Herencia, sucesión, etc.

Las razones **externas** están motivadas por la necesidad de comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceros. Normalmente se tiene la finalidad de vender la empresa o parte de ella, realizar operaciones de MBO ("Management Buy Out") y LBO ("Leveraged (palanqueo) Buy Out"), solicitar deuda o para fusiones y adquisiciones.

- Transmisión de propiedad

Puede tratarse de una transmisión de la totalidad de la empresa o de una parte de la misma. Puede dar lugar a dos valores: el teórico por acción, que es el valor de la empresa dividido por el número de acciones que componen el capital social, y el práctico, que viene dado por la cuota de poder que otorga el paquete de acciones comprado.

- MBO y LBO

En este caso se trata de la adquisición de la empresa por un grupo de inversionistas de forma especial. En el caso de MBO el grupo está compuesto por el "Management", el cual está comprando las acciones, eliminando de esta forma la división de dueños y decisión de la empresa.

En el caso de que la empresa sea pública, es decir cotizando en la bolsa, esta cambia a privada y deja de cotizar en la bolsa. En el caso de LBO la empresa es adquirida por una gran cantidad de deuda (Leveraged = apalancamiento).

➤ Fusiones y adquisiciones

En este caso el valor de la empresa se crea por pronósticos de flujos de caja futuros. La parte vendedora no puede saber el valor que le genera la adquisición de la nueva empresa, por lo que pedirá un precio muy por encima del precio actual. El caso más reciente es las ofertas de Oracle para adquirir People Soft.

➤ Solicitud de deuda

Para la solicitud de préstamos se toman dos factores de vital importancia: a) la estructura de capital y b) los pronósticos de flujos de caja.

Métodos de valoración de empresas

Los métodos más comunes de valoración de empresas son los siguientes:

A) Métodos clásicos

1. Valor Sustancial (1920).
2. Según beneficios futuros (o históricos) descontados (1940)

B) Métodos Mixtos

1. Valor medio (1940)

C) Nuevos Métodos

1. Descuento de flujo de caja libres [DCF] (1970)
2. Valor Económico agregado [EVA] (1980)
3. Beneficio Económico [EP] (1980)
4. Método de Opciones (1990 ¿todavía no muy seguro del año?)

A) Métodos Clásicos

A.1) Método del Valor Sustancial

$$VE = \sum \text{Activos}$$

El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma en que estén financiados, es decir, estarían constituido por el valor real de todos los bienes y derechos utilizados. No se están considerando los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa.

El método representa la inversión que debería efectuarse para construir una empresa en idénticas condiciones. Normalmente se considera el valor sustancial como el valor mínimo de la empresa.

Fórmula: Valor sustancial bruto = Activos operativos totales

Valor sustancial neto = Activos operativos totales – Pasivos

Cuadro No. 1

Balance	
Activos Circulantes 200	Pasivos 250
Activo fijos 300	Capital Contable 250
Total Activos 500	Total Pasivos +Capital Contable 500

Valor sustancial bruto (Total de capital) = 500

Valor sustancial neto (Capital Contable) = 500 -250 = 250.

A.2) Beneficios Descontados

$$VE = f(E[\text{Utilidades}])$$

El método de beneficios descontados, al igual que el DCF, se orientan del lado de la utilidad, es decir de las ganancias o flujos de caja esperadas en el futuro y no del valor actual de la empresa como lo hace el método sustancial.

En este método se calcula el valor de una empresa descontando los beneficios que se esperan en el futuro. El valor depende por consiguiente de los beneficios futuros, del horizonte temporal de valoración y de la tasa de riesgo con la cual se descuenta, y dependiendo de la situación de un ingreso por liquidación esperado.

Este método puede ser muy detallado o muy general, dependiendo como se pronostique los beneficios. Existen dos alternativas de pronosticar: a) se hace un pronóstico muy detallado año por año, lo cual da un resultado muy exacto, o b) se toman beneficios a perpetuidad constantes.

En este segundo caso se puede crear un escenario de ganancias futuras o tomar los beneficios pasados y suponer que el futuro sea igual. Por lo general se hace una combinación de los dos métodos. Para los primeros 3 o 5 años se hace un pronóstico muy exacto y para el futuro se calcula un beneficio a perpetuidad. El peligro de crear escenarios futuros es que el futuro es incierto y por consiguiente lleva un alto grado de riesgo de hacer un pronóstico sobre-optimista o –pesimista, lo cual lleva a resultados erróneos.

El valor de la empresa, o mejor dicho del capital social de la empresa se calcula de la siguiente manera:

Valor de la Empresa = Suma (Beneficios esperados / tasa de riesgo del capital social)

$$VE = U / r$$

Donde:

VE = Valor de la empresa

U = Utilidades de la empresa

r = interés que los empresarios esperan de este tipo de negocio.

Si suponemos que la empresa tiene un crecimiento de beneficios constante g , la fórmula cambiaría a:

Valor de la Empresa = Suma (Beneficios esperados / tasa de riesgo del capital social – crecimiento de beneficios constante g)

$$VE = U / r - g$$

B) Métodos mixtos

B.1) Valor medio

$$VE = (a * \sum \text{Activos} + b * f(E[\text{Utilidades}])) / (a+b)$$

El valor medio es una combinación de los dos métodos que acabamos de ver. Se supone que el valor sustancial es el valor mínimo de la empresa, es decir lo que se recibiría por los activos si estos se vendieran por separado. Sin embargo, una empresa tiene más valor en su conjunto que el valor sustancial, ya que el conjunto de activos crea beneficios a futuro.

El valor de beneficios descontados se toma como un valor máximo. Su valor se puede pronosticar sin mayor dificultad para los siguientes 2 o 3 años, sin embargo entre más grande sea el horizonte de tiempo, más inexacto se vuelve y puede crear un valor totalmente irreal, como lo que paso con las empresas de TIC's a finales de los 90's. Por consiguiente, el valor real de la empresa será algo entre estos dos valores.

No hay una fórmula universal para calcular el valor medio. Esto depende de factores culturales e históricos de cómo se calcula.

Alemania: $(1 * \text{Valor Sustancial} + 1 * \text{Beneficios descontados}) / 2$

Suiza: $(1 * \text{Valor Sustancial} + 2 * \text{Beneficios descontados}) / 3$

C) Nuevos Métodos

Los métodos que se verán a continuación consideran a la empresa como un proyecto de inversión. Por lo tanto, su valor se determina por los

rendimientos futuros que se esperan obtener. En una empresa, la rentabilidad esperada está directamente relacionada con los beneficios que se esperan generar. Estos métodos se basan en la búsqueda del valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de fondos futuros que sean capaces de generar.

Estos flujos de fondos se descontarán a una tasa de descuento en función del riesgo que conlleve la inversión.

Parámetros comunes para estos métodos

1. Flujo de fondos

Es el conjunto de flujos generados disponibles para remunerar a los accionistas o prestamistas, una vez se han realizado las inversiones necesarias.

2. Tasa de actualización

Para poder expresar estos flujos futuros en términos corrientes hay que transformarlos a valor actual. Para ello se aplica la tasa de actualización, que tiene en cuenta el riesgo de la empresa (Beta), la inflación el aplacamiento financiero (leveraged).

3. Horizonte temporal de la valoración

Es la cantidad de períodos a los que se espera evaluar la empresa. Entre más períodos se tome, más difícil es el pronóstico exacto de los flujos de fondos.

4. Valor residual

Es el valor atribuido al negocio a partir del último período específicamente proyectado. Se podría definir como una renta perpetua. En la práctica se suele calcular mediante la actualización de los flujos esperados a partir del final del horizonte temporal utilizado en las previsiones, con lo que se estaría considerando una renta infinita.

Fórmula:
$$VR = \frac{FC_n * (1 + g)}{k - g}$$

Siendo:

VR = Valor Residual

FC = Flujo del último año proyectado.

g = Crecimiento del flujo a partir del año n.

k = Tasa de actualización

Así pues, podemos definir el valor de una empresa como:

$$VE = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Siendo:

VE = valor de la empresa

CF = Flujos de fondos generados en dicho período

VR = Valor residual de la empresa en el año n

k = Tasa de descuento.

Cuadro No. 2

Tipo de flujos de fondos	Tasa de descuento correspondiente
FCF [Flujo de fondos libres (Free Cash Flor)]	WACC [Coste ponderado de los recursos (Weighted costo f Capital)]
Cfac [Flujo disponible para los accionistas]	Ke [Rentabilidad exigida a los accionistas]
CFd [Flujo disponible para la deuda]	Kd [Rentabilidad exigida a la deuda]
CCF [Flujos de caja de capital]	WACC antes de impuestos

El flujo de fondos libres permite obtener directamente el valor de la empresa. Tiene en cuenta tanto el fondo disponible para la deuda como el disponible para los accionistas.

C.1) Descuento de flujo de caja libre (DCF: Discounted Cash Flow)

$$VE = f(E[FCF])$$

Es el flujo de fondos operativos, es decir, el generado por las operaciones sin tener en cuenta la deuda financiera, después de impuestos.

Este método mide lo que queda disponible en la empresa después de haber hecho frente a la reinversión de activos necesarios y a las necesidades operativas de fondos.

Para determinar los flujos futuros hay que realizar un pronóstico del dinero que obtendremos y que debemos pagar en cada período. Los flujos de caja libre se calculan tomando el flujo de caja operativo y restándole las inversiones a los activos circulantes y fijos. Con esto obtenemos los Flujos libres de caja a capital + pasivos (Entity Approach).

Si a este resultado le restamos los intereses, así como la variación de la deuda obtenemos los flujos libre de caja a capital social (Equity Approach).

Normalmente se hace un pronóstico detallado para 5 o 10 años y después se toma un valor residual.

Los flujos de caja libre se calculan de la siguiente manera:

Ventas

./. Coste de ventas

= Beneficio bruto

./. Gastos de ventas

./. Gastos amortizables

+ otros ingresos

= Beneficio antes de impuestos e intereses (EBIT)

./.Impuestos

= Beneficios después de impuestos (NOPAT)

+ Gastos de amortización

= Flujo de caja bruto

./. Inversión en activo circulante operativo

./. Inversión en activo fijo operativo

= **Flujo de caja libre (Entity approach)**

Este flujo de caja libre tiene que ser descontado con la tasa de descuento WACC (Weighted Average Costo of Capital).

El coste de capital representa la tasa mínima de rendimiento por un proyecto de inversión. Es la combinación del coste de los fondos ajenos y de los fondos propios ponderado por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa:

$$WACCs = \frac{K_d * D * (1 - s) + K_e * E}{E + D}$$

Siendo:

D = Valor de la deuda

E = Valor del capital contable

K_d = Coste de la deuda antes de impuestos (es el costo promedio de la deuda)

s = Tasa impositiva

K_e = Rentabilidad exigida por los accionistas (es la parte más difícil, ya que no existe una obligación de pagar un interés dado.)

El valor de la empresa es:

$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC_s)^i}$$

DCF = Valor de la empresa

FCF = Flujo de caja libres (Free Cash Flow)

La diferencia de calcular el DCF:

a. Método Bruto o Entity:

Se calcula los FCF antes de intereses a capital y pasivos totales de la empresa y se descuenta con el WACCs. A este resultado se le resta la deuda.

b. Método Neto o Equito:

Se calcula los FCF después de intereses y cambios en la deuda. Stos FCF se descuentan con el interés exigido por los accionistas.

DCF-bruto (Entity) – Deuda = DCF-neto (Equito)

En el uso cotidiano se prefiere el método bruto (entity), ya que es mucho más informativo, además de que nos dice el valor de la deuda.

Cuadro No. 3

Caso 1: Método Bruto o Entity

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6...
NOPAT		48	48	48	48	48	48
+ Amortización		30	30	30	30	30	30
Flujo de caja operativo		78	78	78	78	78	78
./. Inversiones en activos		30	30	30	30	30	30
Flujo de caja libre (Entity-Approach)		48	48	48	48	48	48
Valor residual al final del año 5 (9,6%)							500
Valor Presente (9,6%)		43,8	40	36,5	33,3	30,4	
Valor Presente del Valor Residual							316,2

Total valor Presente (1-5)	183,8						
Total valor Residual	316,2						
DCF-bruto (a valor total de la empresa)	500						
./. Deuda	200						
DCF-neto (a capital social)	300						

Cuadro No. 4

Caso 2: Método Neto o Equity

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6...
NOPAT		48	48	48	48	48	48
+ Amortización		30	30	30	30	30	30
Flujo de caja operativo		78	78	78	78	78	78
./. Inversiones en activos		30	30	30	30	30	30
./. Intereses (6% de 200)		12	12	12	12	12	12
Flujo de caja libre (Equity-Approach)		36	36	36	36	36	36
Valor residual al final del año 5 (12 %)							300
Valor Presente (12 %)		32,1	28,7	25,6	22,9	20,4	

Valor Presente del Valor Residual							170,2
Total valor Presente (1-5)	129,8						
Total valor Residual	170,2						
DCF-neto (a capital social)	300						

C.2) Valor Económico Añadido (EVA: Economic Value Added-Approach)

$$VE = f(\text{Rentabilidad}, E[\text{FCF}])$$

Debido a que hoy en día las empresas cotizan en la bolsa, basan su estrategia, principalmente, en la consecución de dos premisas: maximizar el beneficio y maximizar el precio de sus acciones. El EVA no solo sirve para valorar una empresa, sino que también es un mecanismo de control para los accionistas para ver si el "Management" de la empresa está generando valor ("Shareholder Value"). Este método trata de juntar los métodos basados en flujos de caja y la contabilidad actual.

La idea general es de comparar el rendimiento obtenido (ROIC) con el coste de capital promedio (WACC). Si el ROIC es más grande que el WACC se está generando valor. Esta diferencia (GAP) es multiplicado por el capital invertido (IC).

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{IC}$$

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{IC}$$

Para que el EVA de los resultados esperados hay que hacer conversiones como:

- a. Amortizar Investigación y Desarrollo
- b. Eliminar las reservas silenciosas (sobreamortización y depreciación de activos)

c. Incluir contratos de largo plazo de leasing. Entre otros.

EJEMPLO:

Cuadro: 5

		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6
A	Capital Invertido (IC)	300	280	260	240	300	280
B	NOPAT	20	30	40	70	30	40
c = b/a	ROIC	6,6 %	10,7 %	15,4 %	29,2 %	10 %	14,3 %
D	WACC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
e = c - d	Diferencia	-3,3%	0,7%	5,4%	19,2%	0%	4,3%
f = e * a	EVA	- 10	2	14	46	0	12

C.3) Beneficio Económico (EP: Economic Profit)

$$VE = f(\text{Rentabilidad}, E[\text{FCF}])$$

La diferencia del EP al EVA es que no se hacen conversiones. Esto, no sólo porque el EVA contiene una innumerable cantidad de conversiones, sino que también porque el EVA es un método propietario de Stern Steward & Co.

C.4) Método de Opciones Reales

Una opción es un contrato que confiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un determinado activo subyacente ("undelying asset"), a un precio de ejercicio. Las opciones de compra se les llaman Call y a las de venta se les llaman Put. Las opciones se dividen en opciones financiera y opciones reales. Las opciones financieras se negocian en mercados organizados o en mercados OTC ("Over the

Counter"). Una opción real se encuentra en un proyecto cuando de inversión cuando existe alguna posibilidad futura de actualización al conocerse la resolución de alguna incertidumbre actual.

Las opciones reales más comunes que se deben tener en cuenta en el momento de valorar un negocio son:

- Ampliar / reducir el proyecto.
- Aplazar la inversión.
- Utilizar la inversión para usos alternativos

Factores que afectan a las opciones reales:

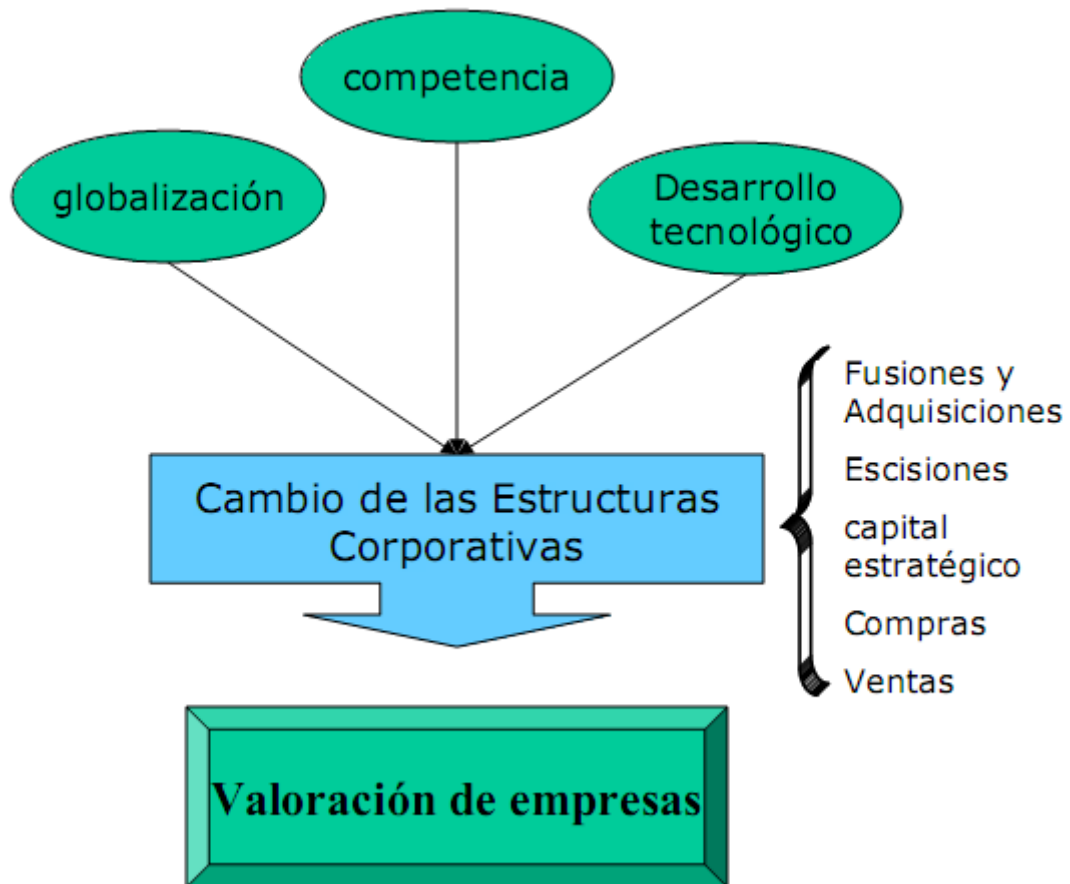
- Valor esperado de los flujos
- Coste de la inversión
- Tasa de descuento
- Volatilidad de los flujos esperados
- Tiempo hasta el ejercicio
- Mantenimiento de la opción
- Su valor depende de la revalorización esperada de los flujos.

Los dos métodos de valoración de opciones, tanto reales como financieras, más comúnmente utilizados son los siguientes:

- Método binomial
- Fórmula Black / Scholes.

Por otro lado, tenemos unos gráficos que describen el proceso de valoración de empresas en estas circunstancias financieras de la primera década del siglo Veintiuno. El autor de estos gráficos menciona, que la valoración es un modelo usado para calcular un rango de valores entre los cuales se encuentra el precio de la empresa. La valoración es un instrumento de Evaluación de los resultados de la empresa.

Grafico No.1



Fuente: Julio A. Sarmiento Sabogal (2002), Valoración de Empresas³.

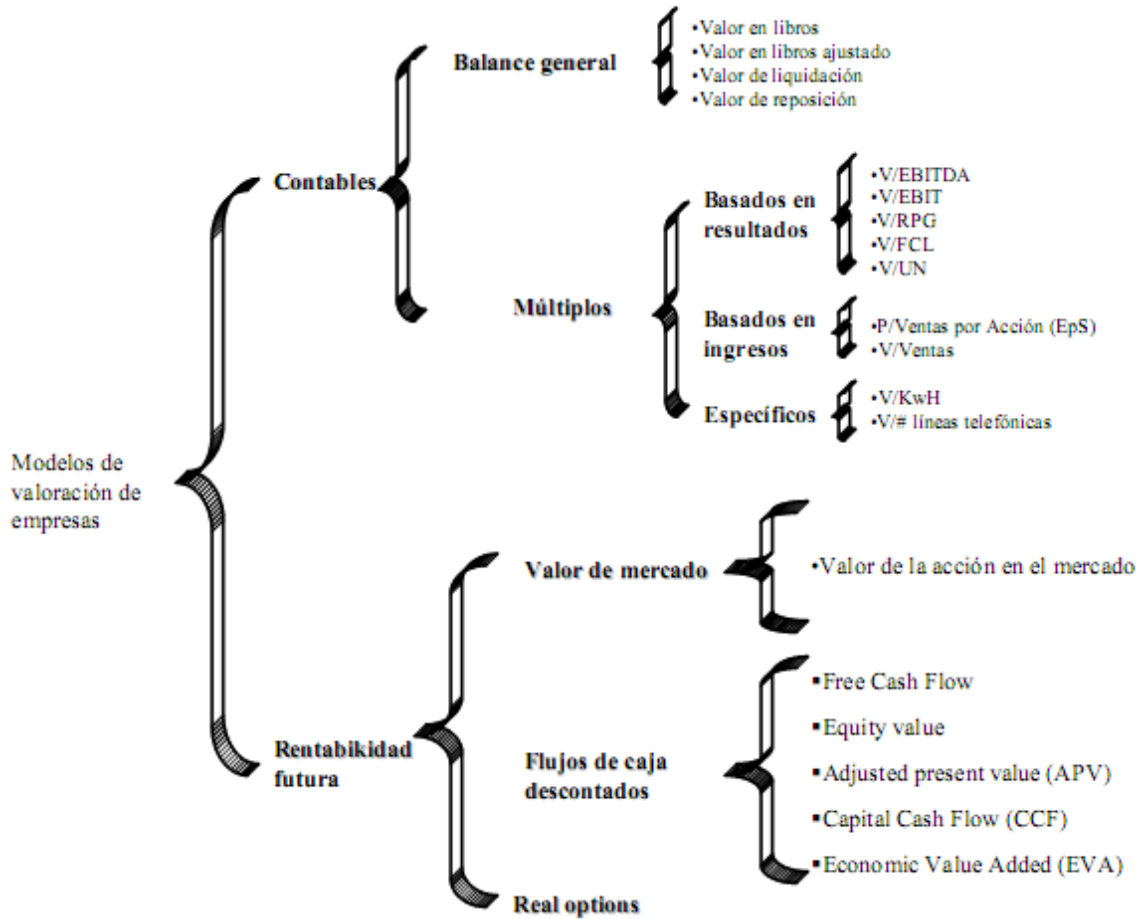
³ El autor es Profesor – investigador del Departamento de Administración Pontificia Universidad Javeriana. Colombia. Este documento lo encuentra publicado en: <http://www.javeriana.edu.co/cursad/modulo.finanzas>

El Proceso de Valoración de una empresa



Fuente: Julio A. Sarmiento Sabogal (2002), Valoración de Empresas.

Modelos de Valoración de Empresas



Fuente: Julio A. Sarmiento Sabogal (2002), Valoración de Empresas.

3.3 Definición de Términos

Renta Económica: Es el valor que existe entre la diferencia del valor de la empresa en operación y el valor de la empresa en quiebra, es decir, es igual a la diferencia entre la Utilidad de la operación de una empresa y su costo de oportunidad en el mercado. Alfred Marshall, lo define como la cantidad que se percibe en el mercado por un determinado producto, en función de la oferta y la demanda. Brealey y Myers, define como beneficios que exceden del nivel competitivo. En el diccionario de Economía de BANNOCK, G. 2007: 347, se define como el excedente

del pago total a un factor de producción (tierra, trabajo o capital) sobre sus pagos de transferencias totales. Por ejemplo, una estrella de cine puede recibir un ingreso anual de 100,000 dólares, si no fuera una estrella de cine, su ocupación podría ser vendedor de zapatos y ganar 10,000 dólares al año, Si esta fuera la única alternativa, cualquier ingreso superior a 10,000 dólares al año sería suficiente para que decidiera permanecer como estrella de cine. Por tanto, es posible calcular su renta económica en 90,000 dólares al año.

Costo de oportunidad: Es aquello o aquel valor que hubiera ganado o recibido en la mejor ocupación o actividad alternativo. En éste caso analizado, es el valor de la empresa en quiebra o en situación no operativa, en el cual se oferta los activos en contraprestación de Bonos o subasta en el mercado.

Bono u Obligación: Título que representa una deuda a corto o largo plazo. Por medio de Bonos se materializa la emisión de empréstitos públicos y privados. Los medium-term bond, son valores mobiliarios de renta fija, similares a las obligaciones pero con menores plazos de vigencia (entre 3 y 5 años por lo general).

Rentabilidad de la Inversión en capital y mano de obra: Es el ratio entre la Renta económica y el insumo o inversión utilizado en capital y mano de obra.

Inversión en Capital: En sentido microeconómico, capital representa bienes intermedios físicos como, por ejemplo, las instalaciones de la fábrica, los edificios, el equipo, las máquinas, etc. (KAFKA 1990). Es decir, La inversión o costo en el insumo capital se entenderá así a ésta denominación, que sería en el balance el Activo fijo.

Inversión en Mano de Obra: A éste concepto se entenderá como los gastos de Personal que está en la cuenta de Gastos administrativos del

estado de pérdidas y ganancias, y que tienen carácter de costos fijos (LOAYZA 1990: 66).

Utilidad de Operación: Es el resultado o valor de la operación de la empresa, que es igual a la Utilidad Bruta menos los gastos administrativos y ventas (CONASEV 1995).

IV. MATERIALES Y METODOS.

4.1 Material del estudio

4.1.1 Población

Para la determinación de la población de la que se extrajo la muestra, se contó con los datos proporcionados por la SUNAT y la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV actualmente Superintendencia del Mercado de Valores). Solamente en Microempresas y pequeñas empresas registradas en la ciudad de Huaraz, tenemos 1,482 empresas, según datos proporcionados por el Ministerio de Industria y Turismo. No es fácil conseguir la información Económica y financiera de las pequeñas, y medianas empresas, por ello se ha recurrido al estudio de aquellas empresas que son representativas de la Región y que publican sus resultados financieros a través de la Internet y en forma física.

De las Tops o primeras Diez (10) empresas de la Región Ancash se eligió a Cinco empresas importantes como: la Compañía Minera Barrick Misquichilca; Duke Energy- Egenor; Empresa Siderúrgica del Perú (SIDERPERÚ); Agro Industrias San Jacinto; Austral Group. Además se ha elegido a las siguientes empresas: EPS de Saneamiento Chapín S.A.; SEDA Chimbote S.A.; Caja Municipal de Ahorro y Crédito del Santa; Distribuidora Jiménez & Avendaño.

4.1.2 Muestra

Se utilizó la técnica de muestreo no Probabilística, por lo que se eligió cuatro empresas de servicios que son representativos (que están entre las medianas y gran empresa); cuatro empresas productoras o del sector producción; y una empresa del sector comercio de la región Ancash. Esta elección fue porque existe falta de información por parte de las empresas, especialmente de aquellas que no están inscritas en

la CONASEV o la SMV, como las empresas comerciales o del sector comercio de la Región Ancash.

4.2 Métodos y técnicas

4.2.1 Método

La investigación por su orientación es aplicada. Se utiliza una metodología cuantitativa, que por la técnica aplicada es de nivel descriptivo.

El diseño de la presente investigación se realiza sin manipular deliberadamente las variables o conceptos. El tipo de diseño de investigación No Experimental utilizado en la presente investigación es el Diseño Descriptivo, por que los estudios nos presentan un panorama del estado de las variables en uno o más grupos de empresas, indicadores, etc. en determinado momento. El nivel de Investigación es exploratorio, dado que según el estado de conocimiento de la Investigación sobre el concepto de Renta Económica para evaluar el éxito empresarial es escasa o casi nula.

4.2.2 Técnica

El procesamiento fue en forma de cuadros descriptivos y el análisis de los datos es de orden cualitativo, debido a que se tuvo valores de tipo económico y financiero desde lo simple a lo complejo. Por lo que, se simplificó aspectos complejos del estudio, para así encontrar un sentido lógico al análisis económico. Lo que prevalece en este estudio es el enfoque económico, más que la utilización de las técnicas contables y de la administración financiera.

OPERACIONALIZACIÓN DE VARIABLES:

La Identificación y relación de las variables o conceptos es de la siguiente manera:

Utilidad Operac. (1)	Activos en Operación (2)	Costo de Oportunidad (3)	Renta Económica (4)	Inversión en Capital. y m.o. (5)	Renta/ Inv.c.y m.o (6)
-------------------------	-----------------------------	-----------------------------	------------------------	-------------------------------------	---------------------------

$$(3) = (2) \times \% \text{ que pagan los Bonos Peruanos.}$$

$$(4) = (1) - (3)$$

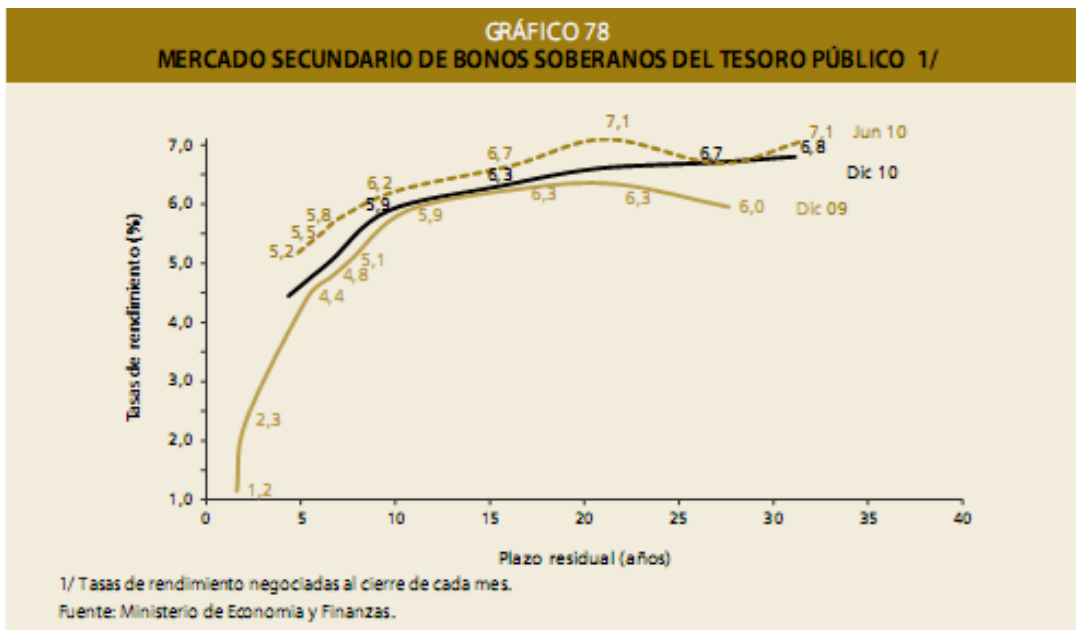
$$(6) = (4) / (5)$$

Se puede utilizar el capital o inversión, producto de la venta de los activos de la empresa, en la compra de Bonos corporativos o soberanos, el cual aparentemente puede ser seguro; pero también se puede adquirir certificados de depósitos a plazo fijo, ello dependerá de la cantidad de dinero con que se cuenta y de la envergadura de la empresa la cual puede ser nacional o transnacional.

Como veremos en Anexos y en el siguiente gráfico la tasa de rendimiento de los Bonos ha ido aumentando. Así tenemos, que la evolución de la curva de rendimiento de los bonos soberanos estuvo influenciada tanto por la aversión al riesgo en este mercado, dada la incertidumbre en las economías europeas con problemas de Deuda, como por la posición de política monetaria del Banco Central. Estos dos factores generaron movimientos paralelos y de empinamiento de la curva de rendimiento, siendo el tramo largo el que tuvo el mayor crecimiento. Como resultado, los niveles de las tasas de rendimiento se incrementaron, en particular las tasas a 28 años alcanzaron a fines de 2010 el 6,8 por ciento, versus 6,0 por ciento en 2009⁴.

⁴ Banco Central de Reserva del Perú. Memoria 2010. Pág. 124 – 125.

Grafico No. 4



Aunque las Cajas Municipales, relativamente más seguras pagan alrededor del 12,5% por los depósitos a plazo como las CTS; es preciso señalar que las empresas a las cuales analizamos tienen otras características, pues por su envergadura y valor de activos es probable que inviertan o adquieran Bonos corporativos o Soberanos. A excepción de la empresa distribuidora Jiménez y Avendaño SAC, cuyos Activos en operación tienen un menor valor a comparación de las otras empresas analizadas.

Por consiguiente, se tomará como referencia el rendimiento que pagan los Bonos del sector privado, ofertados públicamente, la que nos servirá para determinar el costo de oportunidad de cada empresa en cuestión. **Las tasas de interés promedio, de los Bonos en**

moneda nacional fueron de 6,6% en el 2010; y de los bonos en moneda extranjera fue de 4,5%⁵. Con la depreciación generalizada del dólar, los agentes o inversionistas optan por adquirir activos financieros denominados en monedas más estables y donde el país les garantice estabilidad en su rendimiento. Otro de los factores por los que se compraría Bonos sería porque estos son negociables en el mercado de valores, y porque el Fondo de seguro de depósitos no cubre actualmente más de 94,500 nuevos soles.

⁵ Banco Central de Reserva del Perú. Nota semanal 19 de agosto de 2011. Bonos del sector privado, por moneda y por plazo. Página 36.

V. RESULTADOS

5.1 Análisis de las Empresas:

5.1.1 Entidad Prestadora de Servicios de Saneamiento CHAVIN S.A.

Cuadro No. 6

Conceptos	CHAVIN S.A.
Cuentas por Cobrar Comerciales	1.071.079
Existencias	243.331
Otros activos corrientes	0
Caja	6.126.831
Subtotal A	7.441.241
Cuentas por Pagar	-438.580
Otras Cuentas por Pagar	-219.811
Subtotal B	-658.391
Capital de Trabajo (A - B)	6.782.850
Activos Fijos Netos	24.795.901
Capital Invertido en la Empresa	31.578.751
Gastos de Administración	1.321.389
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	32.900.140

Cuadro No. 7

EMPRESA DE LA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta / Inversión en Capital y Mano de Obra
<i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>						
Empresas de Servicios:	-	-	-	-	-	-
EPS de Saneamiento CHAVIN S.A	558.739	40.291.139	2.659.215	-2.100.476	32.900.140	-0,0638

Esta empresa se dedica al suministro de Agua en la provincia de Huaraz, también se encarga del desagüe o el saneamiento. Pertenece a la Municipalidad Provincial de Huaraz, por lo que, se trata de un monopolio natural cuyo precios deben estar controlados por SUNASS. Los costos hundidos son altos para este tipo de empresa, se deduce entonces que debería ser intensivo en capital. Esta es una de las características del monopolio natural en la que se desarrolla este tipo empresa, así tenemos que la estructura de mercado le permite tener utilidades mayores que estar en competencia.

El producto bruto interno (PBI) del sector electricidad y agua durante el 2010 tuvo una variación de 7,7%, que significa 1% menos que el crecimiento económico total de ese mismo año. Y la inflación del sector de servicios públicos fue de 0%. En cuanto a su costo de oportunidad (resulta de multiplicar 40.291.139 nuevos soles por 0,066), ésta es mayor que su utilidad operativa por tanto su Renta económica es negativa y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó -0.0638 nuevos soles de pérdida. Es decir, cada s/ 1. (nuevo sol) generó s/ 0.936. Lo cual significa que esta empresa debería estar mejor en quiebra en vez de estar operando.

5.1.2 Servicio de Agua potable y Alcantarillado del Santa, Casma y Huarney Sociedad Anónima – SEDA CHIMBOTE S.A.

Cuadro No.8

Conceptos	SEDA Chimbote (1)
Cuentas por Cobrar Comerciales	2.511.439
Existencias	274.867
Otros activos corrientes	0
Caja	3.795.657
Subtotal A	6.581.963
Cuentas por Pagar	-570.106
Otras Cuentas por Pagar	-3.096.008
Subtotal B	-3.666.114
Capital de Trabajo (A – B)	2.915.849
Activos Fijos Netos	61.406.936
Capital Invertido en la Empresa	64.322.785
Gastos de Administración	2.823.549
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	67.146.334

(1) datos al 31.07.2010.

Cuadro No. 9

EMPRESA DELA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
<i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>						
<u>Empresas de Servicios:</u>						
SEDA Chimbote S.A.	310.547	74.360.156	4.907.770	-4.597.223	67.146.334	-0,0685

Esta empresa se dedica al suministro de Agua en la provincia de del Santa, Casma y Huarney, también se encarga del desagüe o el

saneamiento. Pertenece por tanto a las Municipalidades de las Provincias mencionadas, por lo que, se trata de un monopolio natural cuyo precios deben estar controlados por SUNASS. Los costos hundidos son altos para este tipo de empresa, se deduce entonces que debería ser intensivo en capital, pero dado que tiene una administración y control de índole político es posible que su número de trabajadores aumente. Esta es una de las características del monopolio natural en la que se desarrolla este tipo empresa, así tenemos que la estructura de mercado le permite tener utilidades mayores que estar en competencia.

En cuanto a su costo de oportunidad, ésta es mayor que su utilidad operativa por tanto su Renta económica es negativa y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó -0.0685 nuevos soles de pérdida. Es decir, cada s/ 1. (nuevo sol) generó s/ 0.9315. Lo cual significa que esta empresa debería estar mejor en quiebra en vez de estar operando.

Podemos apreciar que el capital de trabajo de la empresa Chavín S.A. es más del doble del capital de trabajo de esta empresa Seda Chimbote. Y el gasto de administración es menos del 50%.

5.1.3 Duke Energy Egenor

Cuadro No. 10

Conceptos	Duke Energy
Cuentas por Cobrar Comerciales	45.328.000
Existencias	11.391.000
Otros activos corrientes	0
Caja	24.723.000
Subtotal A	81.442.000
Cuentas por Pagar	-10.385.000
Otras Cuentas por Pagar	-16.018.000
Subtotal B	-26.403.000
Capital de Trabajo (A – B)	55.039.000
Activos Fijos Netos	1.285.589.000
Capital Invertido en la Empresa	1.340.628.000
Gastos de Administración	38.365.000
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	1.378.993.000

Cuadro No. 11

EMPRESA DE LA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
<i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>						
<u>Empresas de Servicios:</u>	-	-	-	-	-	-
Duke Energy-Egenor	99.146.000	1.433.694.000	94.623.804	4.522.196	1.378.993.000	0,0033

Esta empresa se dedica a la generación de electricidad para la Costa norte y sierra norte del País. Por lo que, se trata de un monopolio

natural; pues tiene la Planta térmica en Chimbote y la Hidroeléctrica, ubicada en el cañon del Pato.

En cuanto a su costo de oportunidad, ésta es menor que su utilidad operativa, por tanto su Renta económica es positiva y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó s/ 1.0033. Es decir, la rentabilidad fue de 0.33%. Lo cual significa que esta empresa debería estar mejor operando en vez de estar en quiebra. Pero como se observa este indicador es demasiado bajo para lo que esta empresa invierte en capital y mano de obra.

Si tomamos en cuenta los problemas políticos-ambientales (como el caso de la Laguna de Parón – Provincia de Caraz) en la que esta inmersa esta empresa y los constantes cortes eléctricos que ocasiona en la zona Sierra en coordinación con la distribuidora eléctrica Hidrandina, es necesario analizar su beneficio-costos y permanencia como gestora de generación eléctrica.

5.1.4 Caja Municipal de Ahorro y Crédito del Santa

Cuadro No.12

Conceptos	Caja del Santa
Cuentas por Cobrar Comerciales	156.515
Existencias	128.535
Otros activos corrientes	0
Caja	2.993.043
Subtotal A	3.278.093
Cuentas por Pagar	0
Otras Cuentas por Pagar	-817.944
Subtotal B	-817.944
Capital de Trabajo (A - B)	2.460.149
Activos Fijos Netos	8.313.886
Capital Invertido en la Empresa	10.774.035
Gastos de Administración	20.701.008
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	31.475.043

Cuadro No. 13

EMPRESA DE LA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
<i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>						
<u>Empresas de Servicios:</u>	-	-	-	-	-	-
Caja Municipal de Ahorro y Crédito del Santa	-4.320.065	229.404.653	15.140.707	-19.460.772	31.475.043	-0,6183

Esta empresa del sector estatal ha otorgado el mayor rendimiento a los depósitos o cuentas a plazo de un año, en el ámbito de las cajas

Municipales, a excepción de la Caja Municipal de Maynas durante el año 2010. Pero las tasas de interés activas promedio (a un año 41% para Mypes) de las Cajas Municipales de ahorro y crédito han sido más altas que las empresas bancarias.

Como observamos ésta empresa tiene utilidades operativas negativas, por lo que, se deduce que su costo de oportunidad es muy alta. En consecuencia, su Renta económica es negativa y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó -0.6183 nuevos soles de pérdida. Es decir, cada s/ 1. (nuevo sol) generó s/ 0.3817. Es decir, el indicador que relaciona la renta económica con la inversión en capital y mano de obra es de -61.83%. Lo cual significa que esta empresa debería estar mejor quebrando que operando.

5.1.5 Cía. Minera Barrick Misquichilca S.A.

Cuadro No. 14

Conceptos	Minera Barrick(*)
Cuentas por Cobrar Comerciales	535.939.560
Existencias	373.014.000
Otros activos corrientes	0
Caja	174.186.360
Subtotal A	1.083.139.920
Cuentas por Pagar	-60.587.520
Otras Cuentas por Pagar	-165.492.360
Subtotal B	-226.079.880
Capital de Trabajo (A – B)	857.060.040
Activos Fijos Netos	1.064.965.320
Capital Invertido en la Empresa	1.922.025.360
Gastos de Administración	101.085.000
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	2.023.110.360

(*) Tipo de cambio= 2.76 nuevos soles

Cuadro No. 15

EMPRESA DE LA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
<i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>						
<u>Empresas de Producción:</u>						
Minera Barrick Misquichilca S.A.	2.533.663.440	9.733.411.000	642.405.126	1.891.258.314	2.023.110.360	0,9348

Esta empresa minera del sector privado, situada en la provincia de Huaraz, explota oro el cual tiene un precio muy alto a nivel internacional. Durante el año 2008, el precio promedio del oro fue de 872.72 dólares US la onza troy, en el 2009 fue de 973.62 dólares y en el 2010 fue de 1,225.29 dólares. Pero el volumen de exportación ha disminuido relativamente, en comparación al primer trimestre del año 2010.

En cuanto a su costo de oportunidad, ésta es mucho menor que su utilidad operativa, por tanto su Renta económica es positiva y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó 1.9348 nuevos soles. Lo cual significa que esta empresa debería estar mejor operando en vez de estar en quiebra. Como se observa este indicador es muy alto, pues llegaría a 93.48% lo que demuestra que este tipo de empresas son intensivas en capital y tienen altas utilidades operativas por la coyuntura de precios internacionales y por el volumen de producción.

5.1.6 Siderúrgica del Perú S.A.A. SIDERPERÚ

Cuadro No. 16

Conceptos	SIDERPERÚ
Cuentas por Cobrar Comerciales	146.162.000
Existencias	738.764.000
Otros activos corrientes	0
Caja	93.945.000
Subtotal A	978.871.000
Cuentas por Pagar	-276.690.000
Otras Cuentas por Pagar	-42.720.000
Subtotal B	-319.410.000
Capital de Trabajo (A – B)	659.461.000
Activos Fijos Netos	900.134.000
Capital Invertido en la Empresa	1.559.595.000
Gastos de Administración	43.024.000
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	1.602.619.000

Cuadro No. 17

EMPRESA DE LA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
ño 2010 (En Nuevos Soles)						
Siderúrgica del Perú S.A.A. SIDERPERÚ	98.059.000	2.015.977.000	133.054.482	-34.995.482	1.602.619.000	-0,0218

Esta es una empresa símbolo de la zona que esta en propiedad del grupo brasileño Gerdau. Su alto horno estuvo paralizado por la

situación de los precios del acero a nivel internacional y por el mantenimiento. Al parecer su privatización no dio altos resultados positivos al país, pues se importa más bienes intermedios y finales de este sector productivo.

En cuanto a su costo de oportunidad, ésta es mucho mayor que su utilidad operativa, por tanto su Renta económica es negativa y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó 0.9782 nuevos soles. Lo cual significa que esta empresa hubiera estado mejor quebrando que operando. Como se observa el indicador Renta económica sobre la inversión en capital y trabajo es muy bajo, pues llegaría a -2.18%, lo que refleja la situación crítica de la empresa que tiene altas cantidades en existencias.

5.1.7 Austral Group S.A.A

Cuadro No. 18

Conceptos	Austral Group
Cuentas por Cobrar Comerciales	39.268.000
Existencias	75.965.000
Otros activos corrientes	5.820.000
Caja	4.704.000
Subtotal A	125.757.000
Cuentas por Pagar	-22.282.000
Otras Cuentas por Pagar	-63.774.000
Subtotal B	-86.056.000
Capital de Trabajo (A – B)	39.701.000
Activos Fijos Netos	486.469.000
Capital Invertido en la Empresa	526.170.000
Gastos de Administración	42.272.000
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	568.442.000

Cuadro No. 19

EMPRESA DE LA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
<i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>						
Austral Group S.A.A	38.004.000	994.843.000	65.659.638	-27.655.638	568.442.000	-0,0487

Esta es una empresa pesquera que ocupó el tercer lugar como exportadora en su sector. Sus plantas productoras se encuentran en la ciudad de Coishco y Huarney. Las exportaciones de productos

tradicionales y no tradicionales del sector pesquero crecieron en más del 15% en el 2010 respecto del 2009. Pero en el 2010, la variación porcentual del producto bruto interno del sector pesca fue de -16.4%, es decir, el doble de lo que fue en el 2009.

Su costo de oportunidad es mucho mayor que su utilidad operativa, por tanto su Renta económica es negativa y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó 0.9513 nuevos soles. Lo cual significa que esta empresa hubiera estado mejor quebrando que operando. Como se observa el indicador Renta económica sobre la inversión en capital y trabajo es muy bajo, pues llegaría a -4.87%, lo que refleja el decrecimiento económico de este sector productivo, en el cual esta inmerso esta empresa pesquera.

Sus gastos administrativos o su inversión en mano de obra son similares a la empresa Siderúrgica del Perú, lo que significa que el capital invertido en esta última es mucho mayor que la de esta empresa pesquera.

5.1.8 San Jacinto S.A.A

Cuadro No. 20

Conceptos	San Jacinto S.A.A
Cuentas por Cobrar Comerciales	12.224.000
Existencias	4.792.000
Otros activos corrientes	0
Caja	1.280.000
Subtotal A	18.296.000
Cuentas por Pagar	-20.199.000
Otras Cuentas por Pagar	-22.738.000
Subtotal B	-42.937.000
Capital de Trabajo (A - B)	-24.641.000
Activos Fijos Netos	312.991.000
Capital Invertido en la Empresa	288.350.000
Gastos de Administración	16.351.000
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	304.701.000

Cuadro No. 21

EMPRESA DELA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
<i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>						
<u>Empresas de Producción:</u>						
San Jacinto S.A.A	52.004.000	385.328.000	25.431.648	26.572.352	304.701.000	0,0872

Esta es una empresa del sector agroindustrial, pues produce caña de azúcar y la procesa extrayendo otros derivados. Esta en manos del

grupo Gloria y se ubica en la ciudad de Nepeña, que es parte costera de la Región Ancash.

La variación porcentual de la producción manufacturera del azúcar durante el 2010 fue de -4.1%. Mayor disminución sufrió la producción agrícola de la caña de azúcar en ese mismo año. Pero desde hace más de tres años la cotización internacional del azúcar ha ido aumentando constantemente, situándose en 860 dólares US la tonelada métrica en diciembre de 2010 (según el contrato No. 14).

Su utilidad operativa es mucho mayor que su costo de oportunidad, por tanto su Renta económica es positiva y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó 1.0872 nuevos soles. Lo cual significa que esta empresa esta mejor operando que estar en quiebra. Como se observa el indicador Renta económica sobre la inversión en capital y trabajo es de 8.72%, lo que refleja el aprovechamiento de los precios internacionales a pesar que la empresa tiene un capital de trabajo negativo.

5.1.9 Distribuidora Jiménez & Avendaño S.A.C

Cuadro No. 22

Conceptos	Distribuidora J & A(**)
Cuentas por Cobrar Comerciales	403.320
Existencias	1.054.500
Otros activos corrientes	0
Caja	99.796
Subtotal A	1.557.616
Cuentas por Pagar	-926.606
Otras Cuentas por Pagar	-8.277
Subtotal B	-934.883
Capital de Trabajo (A - B)	622.733
Activos Fijos Netos	44.449
Capital Invertido en la Empresa	667.182
Gastos de Administración	165.956
Total Inversión en Capital y Mano de Obra	833.138

(**) Cifras al 31.12.2007. Huaraz

Cuadro No. 23

EMPRESA DELA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
Año 2010 (En Nuevos Soles)						
<u>Empresas Comerciales:</u>						
Distribuidora Jimenez & Avendaño S.A.C	107.700	1.844.588	121.743	-14.043	833.138	-0,0169

Esta es una empresa del sector comercio, fue creada en marzo del 2002, su finalidad es la distribución y comercialización de abarrotes, productos de limpieza, cigarrillos. Licores y afines, en la ciudad de Huaraz y las ciudades principales del callejón de Huaylas. En el año 2010, el sector comercio en general tuvo un producto bruto interno ligeramente mayor que el PBI del país.

Su utilidad operativa es mucho menor que su costo de oportunidad, por tanto su Renta económica es negativa y cada Nuevo sol invertido en capital y mano de obra generó 0.9831 nuevos soles. Lo cual significa que esta empresa esta mejor quebrando que estar operando. Como se observa el indicador: Renta económica sobre la inversión en capital y trabajo es de -0.0169, es decir, -1.69%; lo que refleja que el retorno sobre la inversión es negativa, debido tal vez a una falta de creatividad en la gestión empresarial pues es necesario elevar más las utilidades en un entorno de mayor competencia.

Cuadro No. 24

Resultado Total: Comparando las empresas.

EMPRESA DE LA REGION ANCASH	Utilidad de Operación	Activos en Operación	Costo de Oportunidad	Renta Económica	Inversión en Capital y Mano de obra	Renta E. / Inversión en Capital y Mano de Obra
<i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>						
<u>Empresas de Servicios:</u>						
EPS de Saneamiento CHAVIN S.A	558.739	40.291.139	2.659.215	-2.100.476	32.900.140	-0,0638
SEDA Chimbote S.A.	310.547	74.360.156	4.907.770	-4.597.223	67.146.334	-0,0685
Duke Energy- Egenor	99.146.000	1.433.694.000	94.623.804	4.522.196	1.378.993.000	0,0033
Caja Municipal de Ahorro y Crédito del Santa	-4.320.065	229.404.653	15.140.707	-19.460.772	31.475.043	-0,6183
<u>Empresas de Producción (Productoras):</u>						
Minera Barrick Misquichilca S.A.	2.533.663.440	9.733.411.000	642.405.126	1.891.258.314	2.023.110.360	0,9348
Siderúrgica del Perú S.A.A. SIDERPERÚ	98.059.000	2.015.977.000	133.054.482	-34.995.482	1.602.619.000	-0,0218
Austral Group S.A.A	38.004.000	994.843.000	65.659.638	-27.655.638	568.442.000	-0,0487
San Jacinto S.A.A	52.004.000	385.328.000	25.431.648	26.572.352	304.701.000	0,0872
<u>Empresas Comerciales:</u>						
Distribuidora Jimenez & Avendaño S.A.C	107.700	1.844.588	121.743	-14.043	833.138	-0,0169

Nota: Las tasas de interés promedio, de los Bonos en moneda nacional fueron de 6,6% en el 2010. Se toma esta tasa para hallar el Costo de Oportunidad de la empresa.

Renta Económica es igual a la Utilidad Operativa menos el costo de oportunidad.

Podemos observar, que de las nueve empresas elegidas para este estudio, tres tienen Renta económica positiva, por lo que, el retorno sobre la inversión en capital y mano de obra es positivo. Siendo la

más rentable la minera Barrick Misquichilca S.A., la cual se mantiene en el país por varios años beneficiándose de la explotación del oro pero que a la vez es cuestionado por la contaminación ambiental. Las empresas que han invertido más en Capital y mano de obra son la Minera Barrick Misquichilca, Siderúrgica del Perú y la Duke Energy-Egenor, todas con inversión extranjera.

VI. DISCUSION.

Es necesario tener conocimiento de cuanto aportan las empresas al valor económico de nuestro país, pero más importante es dominar los instrumentos de gestión empresarial los cuáles nos conllevan a tomar mejores decisiones de política Tributaria, fiscal y de diseño de estrategia competitiva empresarial. Por ello, los economistas y profesionales especializados en comparar la competitividad empresarial, tienen que rescatar entre sus estudios las bases teóricas referidos a la renta económica, el costo de oportunidad, el excedente del consumidor y del productor, entre otros, para proponer mejores técnicas de valorar una organización o empresa y calificar los resultados de éstas.

La actividad productiva de muchas empresas se ven reflejadas en la bolsa de valores, en la cual se cotizan las acciones y cuyos resultados se aprecian en el largo plazo. En ese sentido, si los empresarios buscan maximizar sus beneficios considerando el precio de sus acciones en el largo plazo, una medida más apropiada del éxito sería la renta económica que su firma realiza. Asimismo, este concepto puede ser utilizado por el gobierno regional o local para evaluar económica y financieramente a sus empresas, obviamente estas instituciones van a considerar dentro de este análisis el aspecto social, que incluye por ejemplo el subsidio a personas naturales y jurídicas.

De nuestros resultados obtenidos podemos apreciar que las empresas: Barrick Misquichilca; Duke Energy y San Jacinto han tenido buenos resultados y ello se contrasta con los resultados obtenidos del rendimiento patrimonial. Este

último indicador es más apropiado para conocer también la rentabilidad de las empresas, dado que como mencionamos el ROI o rendimiento del activo total discrimina en contra de las empresas con alto activo, como los bancos o financieras. No olvidemos que las mineras son menos intensivas en mano de obra.

Por otro lado, aunque el retorno de la inversión en capital y mano de obra fue negativo o casi cero, para Duke Energy, Sider-Perú y la Distribuidora Jiménez & Avendaño, su rendimiento sobre el patrimonio fue regularmente bueno. El asunto es tomar una decisión financiera y una decisión de producción de vender o no la empresa, teniendo en cuenta las comparaciones de los Estados financieros anuales, a las empresas del entorno competitivo, la valorización de los activos intangibles como son las patentes, marcas registradas, valor o crédito mercantil, personal calificado y adiestrado, entre otros.

En el caso de la distribuidora Jiménez & Avendaño, le convendría reducir sus cuentas por cobrar comerciales y disminuir sus existencias o inventarios, para así tener una renta económica positiva. La Empresa Siderúrgica del Perú, tiene que reducir sus activos fijos y existencias, para tener un mejor desempeño. Así, tenemos en este estudio, que las empresas tienen que adoptar estrategias empresariales y decidir eliminar o reducir que división o rubro contribuye menos a su renta económica.

Las diferencias que tiene la aplicación del concepto de Renta económica con el EVA o Valor económico agregado serían las siguientes: a) El EVA utiliza el

costo del capital propio y el costo promedio ponderado del capital; b) El EVA no utiliza la inversión en mano de obra, en este caso el actual estudio de renta económica asumió los gastos administrativos como inversión en mano de obra; c) Aunque hubiera sido mejor hacer comparaciones anuales en nuestro estudio, el EVA si los necesita para comparar o analizar la creación de valor de una empresa; d) En nuestro estudio utilizamos como costo de oportunidad la rentabilidad que puede ofrecer un título valor negociable como son los bonos corporativos o soberanos. Aquí habría que considerar los Certificados de Depósitos del BCRP; e) El concepto de renta económica establece objetivos y ventajas mucho más allá que las necesidades empresariales, es decir, que puede ser usado para las políticas de Estado, ya sea sobre competitividad, tributación, regulación, entre otros.

Los gobiernos tienen que adoptar medidas antimonopólicas o de antidominio en la estructura de mercado, porque el retorno sobre la inversión en capital y mano de obra puede verse reducido porque algunas empresas invierten mucho en Capital (como esta descrito en nuestro estudio). Por lo que, debe evaluarse los excesivos gastos de capital, también debería imponerse un tope a las rentas económicas. El caso de la Minera Barrick M. es elocuente para establecer algunas recomendaciones de política fiscal. Como lo ha adoptado el gobierno Chileno, respecto a establecer un nuevo royalty (impuesto) minero sobre la Utilidad operativa, en el cual se reflejan el alza de los precios de los minerales o materias primas que se cotizan a nivel internacional.

Cuadro No. 25

EMPRESA DE LA REGION ANCASH <i>Año 2010 (En Nuevos Soles)</i>	Rentabilidad del patrimonio
<u>Empresas de Servicios:</u>	
EPS de Saneamiento CHAVIN S.A	8.26%
SEDA Chimbote S.A.	1.65%
Duke Energy- Egenor	11.92%
Caja Municipal de Ahorro y Crédito del Santa	-15.8%
<u>Empresas de Producción (Productoras):</u>	
Minera Barrica Misquichilca S.A.	33.72%
Siderúrgica del Perú S.A.A. SIDERPERÚ	9.37%
Austral Group S.A.A	5%
San Jacinto S.A.A	22.16%
<u>Empresas Comerciales:</u>	
Distribuidora Jimenez & Avendaño S.A.C	16%

ROE= Utilidad antes de particip.e Impuestos/ Patrimonio

VII. CONCLUSIONES.

1. Al utilizar el concepto de Renta económica en la evaluación del éxito empresarial de las empresas de la Región Ancash se ha mejorado sus resultados o diagnóstico. Pues podemos apreciar que la empresa Minera Barrick Misquichilca; la Generadora eléctrica Duke Energy-Egenor y la Agroindustrial San Jacinto han tenido buenos resultados y ello se contrasta con los resultados obtenidos del rendimiento patrimonial neto. La Caja Municipal del Santa debería estar en quiebra o debe venderse para obtener rentas o beneficios municipales.
2. El indicador renta económica respecto a lo invertido en capital y mano de obra, nos da el valor del retorno de dicha inversión por lo que, es un indicador adecuado para el análisis en comparación con otros indicadores como el retorno del patrimonio (ROE). En el caso de la distribuidora Jiménez & Avendaño se aprecia un buen ROE pero tiene -1.7% de retorno de la inversión en capital y mano de obra. La Estrategia empresarial esta pues en disminuir o eliminar todo aquello que menos contribuye a la creación de renta económica; ello contribuiría a que se maximice el precio de las acciones de los empresarios en el largo plazo.
3. Los gobiernos pueden establecer que empresas están gastando más en capital y menos en mano de obra, para ello pueden determinar topes a los precios monopólicos y a la renta económica. En política tributaria, si se decide gravar a la renta económica muchas empresas no pagarían impuestos, por ello podría tomarse la decisión de gravar un impuesto

extraordinario sobre la utilidad de operación. Allí tenemos por ejemplo, a la Siderúrgica del Perú y la Pesquera Austral Group, que tienen alta utilidad Operativa pero negativos retornos sobre su inversión en capital y mano de obra.

VIII. RECOMENDACIONES.

1. Promocionar los resultados del presente trabajo de investigación, mediante la universidad, el empresariado y los gobiernos hacia las organizaciones o instituciones a nivel nacional e internacional, a fin de que tomen muy en cuenta como evaluar el éxito empresarial en el sector privado y público. Puesto que para comparar la efectividad de invertir en capital o mano de obra, una empresa debería fijarse en las rentas añadidas por unidad de inversión.
2. Establecer mejores políticas fiscales considerando a las microempresas y pequeñas empresas, en el cual se debe tener en cuenta su costo de oportunidad, que puede ser deducido en base a sus activos en operación u otro monto referencial, como los flujos de ingresos proyectados, que agregue a los activos intangibles como los derechos de propiedad intelectual, marcas registradas, personal capacitado, entre otros.
3. Debe tomarse este estudio como referencia para obtener mejores beneficios municipales y regionales, pero debe tener mayor profundidad de análisis pues ésta se puede aplicar para políticas de regulación, de subsidios y de estrategia empresarial. Para ello se puede considerar la Metodología de América Economía que utiliza el método CAMEL para determinar a los mejores del Ranking.

IX. BIBLIOGRAFIA.

1. Adam Siade, Juan A. (2005); Los Métodos de Valuación de Empresas y su Relación con la capacidad de las Organizaciones para generar Valor. Artículo presentado como investigador de la Facultad de Contaduría y Administración. UNAM. México. jadam@server.contad.unam.mx ;
Y www.ejournal.unam.mx/rca/217/rca21702.pdf
2. Alvarez Rodrich, Augusto (1992); *Principios de Empresas Estatales y Privatización*, BUP-CENDI, Universidad del Pacífico. Pág.171-177-178.
3. Banco Central de Reserva del Perú (1995); *Glosario de Términos económicos*, BCR, Enero.
4. Banco Central de Reserva del Perú (2002); *Boletín semanal No. 09 - BCR*, Marzo.
5. Banco Central de Reserva del Perú (2011); Memoria 2010.
6. Bannock, Gram. (2007). Diccionario de Economía. 3ra. Edición –México. Trillas.
7. Brealey, Richard y Myers, Stewart (1998) ; *Principios de Finanzas Corporativas*, 5ta. Edición, Mc Graw- Hill/ Interamericana de España. Pág.557-773.
8. Berríos, Rodrigo (2001); “La Banca Fórmula Uno”, *Revista América Economía*, 08 Nov. Pág.31.
9. CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores) (1995); *Reglamento para la preparación de Información financiera y Auditada*, Editora Magisterial, Lima-Perú.
10. Drucker, Peter F. (1999); Los Desafíos de la Gerencia para el Siglo XXI; Editorial Norma S.A., Bogotá- Colombia.
11. Franco Concha, Pedro (2002); *Evaluación de Estados Financieros*; 2da. Edición, Universidad del Pacífico- Perú.
12. Guajardo Cantú, Gerardo (2002); *Contabilidad Financiera*. 3ra. Edición McGraw-Hill. México.
13. Kafka, Folke (1990) ; *Análisis económico* , CIUP - Universidad del Pacífico. Pág.13-149.

14. Loayza, Víctor (1990); “ Análisis de Indicadores Financieros del Sistema Bancario”, *Revista de Post grado de la Universidad del Pacífico*. Diciembre. Pág.66.
15. Manrique Cáceres, Jorge T. (2007). Factores de Éxito Competitivo para la mejora de la Gestión de las empresas Turísticas en la ciudad de Huaraz: 2003. Artículo- resumen de trabajo de investigación docente, publicado en la revista universitaria de la Facultad de Economía y Contabilidad-UNASAM.
16. Mochón Morcillo, Francisco (1988). *Economía. Teoría y política*. McGraw-Hill. Madrid-España.
17. Ramirez Tuya, Karin; y Morena Suarez, Edith (2008); *Política de venta y su Incidencia en la Rentabilidad de la Distribuidora Jiménez y Avendaño S. A. -2007*. Tesis de Contador público. Universidad Nacional Santiago Antunez de Mayolo. Ancash-Perú.
18. Santandreu Martínez, Eliseo (1990); *Manual Practico de valoración de empresas*, EADA , España. Pág.23-69.
19. Scherk Serra, Alejandro (2005). *Manual de Análisis Fundamental*. Editado por Inversor Ediciones, S.L. 3ra. Edición. Madrid – España.
20. Skousen, Mark; *Economic Logic* , Skousen Publishing, Florida, EE.UU - 2000. (www.mskousen.com)
21. Tafur, María del Pilar (1991);” *Proceso de privatizaciones en Latinoamérica*”; *Revista de Ciencia Económica* , No.25 Universidad de Lima. Pág.17.
22. Tamames, Ramón y Gallego, Santiago (1994) ; *Diccionario de economía y finanzas*, Alianza Editorial, Madrid; mayo.
23. The Economist (1990); “La Renta ” Económica” *Nuevo concepto para evaluar el éxito Empresarial* ” , *articulo editado por Perú Económico*, Setiembre. Pág.22.
24. Vergiú Canto, Jorge; y Bendezú Mejía, Christian (2007); *Los Indicadores financieros y el Valor Económico Agregado (EVA) en la Creación de Valor*. *Revista Gestión y producción*. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima-Perú.
25. Vickers, John y Yarrow George (1991); *Un Análisis económico de la Privatización*, edición FCE, México. Pág.192-507.

26. Warren-Reeve-Fess (2000); Contabilidad Financiera. 7ma. Edición Thomson Editores. México.
27. Whiteman, Adrian (1999); Economic Rent From Forest Operations In Suriname and Proposal for Revising Surinam's Forest Revenue System; Ministerio de Recursos Naturales de Surinam y la FAO; FAO, Roma; Italia.
28. Wong, David (1995); "Desempeño financiero de pequeñas empresas: una experiencia Universitaria "; *Revista de ciencias sociales*, Centro de Investigación Universidad del Pacifico, segundo semestre. Pág.144-145.

Visitas en la Web: [www](#)

Ministerio de Economía y Finanzas del Perú

CONASEV (SMV)

América economía

Google

SUNAT

Diario Gestión

ANEXOS

1. Con esta información del Banco Central de Reserva del Perú, derivada de su Memoria Anual 2010, se pretende comparar el rendimiento que tienen los depósitos a plazo de 181 a 360 días con las tasas de rendimiento de los Bonos, principalmente los corporativos.

Por su parte, la tasa promedio de los préstamos en moneda nacional, FTAMN, se incrementó de 20,1 por ciento en mayo a 22,8 por ciento en diciembre. Las tasas pasivas también mostraron alzas y la de 30 días aumentó en 100 puntos básicos, de 1,2 a 2,2 por ciento, mientras que la tasa de los depósitos a más de 180 días lo hizo de 3,6 a 3,8 por ciento¹³.

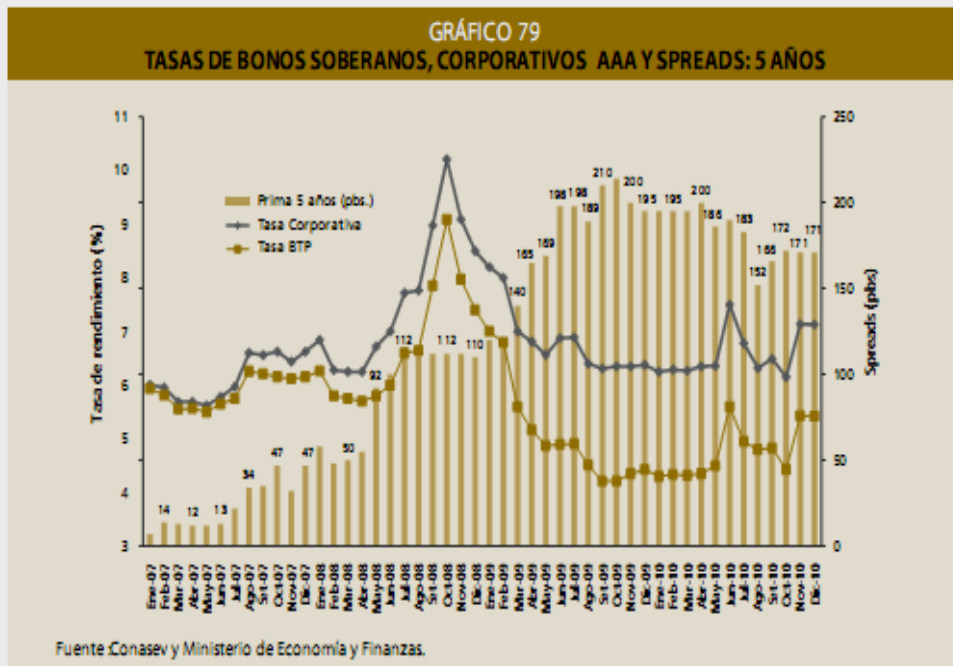
CUADRO 66 TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN NUEVOS SOLES (En porcentajes)			
	2008	2009	2010
1. Interbancaria	6,5	1,2	3,0
2. Depósitos hasta 30 días	6,5	1,2	2,2
3. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	6,3	3,6	3,8
4. Activa preferencial corporativa	7,5	1,7	3,6
5. FTAMN 1/	22,5	19,3	22,8

1/ Es la tasa activa promedio de mercado de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.
Fuente: BCRP y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

CUADRO 68 TASAS DE INTERÉS PARA OPERACIONES EN DÓLARES (En porcentajes)			
	2008	2009	2010
1. Tasa libor a 3 meses	1,8	0,3	0,3
2. Interbancaria	1,0	0,2	1,1
3. Depósitos hasta 30 días	0,9	0,4	0,9
4. Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,5	2,4	1,7
5. Activa preferencial corporativa	5,2	1,2	2,1
6. FTAMEX 1/	10,5	8,0	7,9

1/ Es la tasa activa promedio de mercado en moneda extranjera, de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.
Fuente: BCRP y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Los *spreads* por riesgo cobrados a las emisiones de bonos corporativos registraron una tendencia descendente durante 2010.



2. La negociación de los bonos corporativos se han duplicado en estos últimos 7 años, pero se han estancado en el 2010. Los Bonos soberanos se han extendido rápidamente en este periodo, lo cual significa que son más atractivos financieramente.

MERCADO PRIMARIO DE BONOS

(Millones de nuevos soles)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I. <u>BONOS EMITIDOS POR EL SECTOR PRIVADO 1/</u>							
SALDOS POR TIPO	11.538	12.898	14.193	16.300	18.260	20.087	20.359
Arrendamiento financiero	1.412	1.401	1.067	1.105	1.422	1.372	1.326
Subordinados	976	1.010	965	1.024	1.286	1.589	1.426
Hipotecarios	180	240	212	220	210	193	188
De titulización	1.449	2.215	2.158	2.226	2.251	1.880	1.622
Corporativos	7.521	8.032	9.792	11.725	13.091	15.053	15.798
SALDOS POR PLAZO DE EMISIÓN	11.538	12.898	14.193	16.300	18.260	20.087	20.359
Hasta 3 años	2.185	2.046	2.008	2.266	2.398	2.608	2.681
Más de 3, hasta 5 años	3.015	3.689	3.911	4.350	4.533	5.339	4.554
Más de 5 años	6.339	7.163	8.274	9.685	11.645	12.139	13.114
COMPOSICIÓN PORCENTUAL POR MONEDAS	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Soles tasa fija	12,3	15,8	25,4	34,6	38,4	41,9	42,1
Soles VAC	18,6	15,2	10,1	9,7	10,3	9,4	9,2
Dólares	69,1	69,0	64,5	55,7	51,2	48,8	48,6
NÚMERO DE EMISORES 2/	36	40	44	47	46	46	48
II. <u>BONOS SOBERANOS DEL TESORO PÚBLICO 3/</u>							
1. SALDO DE BONOS A TASA FIJA	2.685	8.096	9.728	16.668	17.384	18.731	25.838
Hasta 3 años	1.350	1.543	1.133	1.064	1.968	1.573	289
Más de 3 hasta 5 años	634	1.067	1.563	1.424	9	-	1.587
Más de 5, hasta 10 años	700	1.830	1.626	4.070	4.070	4.250	10.121
Más de 10 años	--	3.655	5.405	10.110	11.337	12.908	13.842
2. SALDO DE BONOS VAC	1.066	1.982	2.034	2.124	2.124	2.115	2.260
Hasta 10 años	600	600	267	267	267	196	247
Más de 10, hasta 20 años	466	1.025	811	811	811	107	902
Más de 20, hasta 30 años	--	357	911	911	911	1.678	911
Más de 30 años	--	--	45	135	135	135	200
SALDO TOTAL: (1)+(2)	3.751	10.077	11.762	18.792	19.508	20.846	28.097

Nota:

Bonos Soberanos (Porcentaje del PBI)

Se incluyen solamente los bonos colocados por oferta

1/ pública.

Se incluyen solamente los bonos corporativos y de titulización, cuyo emisor u originador no sea una empresa del

2/ sistema financiero.

3/ Los bonos soberanos se clasifican según su plazo residual.

Fuente: Empresas emisoras, CONASEV, MEF.

Elaboración: Gerencia Central de Estudios Económicos. BCRP. Memoria 2010.

