

ABSTRACT

En investigaciones anteriores se encuentra que las partidas devengadas como componente de la rentabilidad son menos persistentes que los flujos de efectivo, y que los inversionistas están cometiendo un error al no apreciar las implicaciones que tienen las partidas devengadas en la rentabilidad futura (Sloan 1996). Las partidas devengadas son tanto un componente de crecimiento de los activos operativos netos como un componente de rentabilidad. Así como se puede desagregar la rentabilidad en partidas devengadas y flujos de efectivo de operación, se puede desagregar el crecimiento de los activos operativos netos en: partidas devengadas y crecimiento de los activos operativos netos a largo plazo.

Se encuentra que al controlar la rentabilidad actual, el crecimiento de los activos operativos netos tiene una relación negativa con la rentabilidad futura. Así mismo, se encuentra que las partidas devengadas como componente del crecimiento de los activos operativos netos tiene una relación negativa con la rentabilidad futura.

Este resultado es consistente con la predicción de que los inversionistas parecen subvaluar a las empresas al no tomar en cuenta el impacto que tienen las partidas devengadas en la rentabilidad futura. Así mismo, esta evidencia sugiere que los inversionistas al no considerar las partidas devengadas en sus respectivos análisis, subvalúan a las empresas.

INTRODUCCIÓN

Una de las principales tareas de los administradores financieros es detectar los proyectos de inversión que maximizan el valor de las acciones de las empresas. Para ello, generalmente consideran que la viabilidad y aceptación de dichos proyectos están determinadas solamente por la predicción de los Flujos de Efectivo que se van a generar y su descuento a valor presente utilizando una tasa de oportunidad¹.

Los analistas financieros al valorar una empresa, hablan del crecimiento en términos de habilidad de incrementar sus ingresos, lo cual es incierto ya que esto se puede lograr sin darle valor a la empresa. De esta manera, no consideran que cuando las empresas atraviesan por un periodo de crecimiento, en el cual invierten en sus activos operativos netos, el siguiente año obtendrán una rentabilidad menor, debido a que esta inversión se va a recuperar en el largo plazo. Es por eso nuestra preocupación para juzgar la eficiencia al valorar una empresa y los métodos que actualmente se utilizan.

Los analistas contables obtienen la información de los flujos de efectivo del estado financiero denominado “Estado de Cambios en la Situación Financiera”. Los analistas financieros obtienen su información proyectando los flujos de efectivo presupuestados para los diferentes años bajo análisis utilizando el “Estado de Flujos de Efectivo”. Este estado financiero presenta el impacto que tienen las actividades operativas, de inversión y de financiamiento de una empresa sobre el efectivo a lo largo de un periodo contable. Así

¹ PENMAN, H. Stephen. “Financial Statement Analysis and Security Valuation”.

mismo, determina el dinero generado o pagado por la empresa, es decir, la manera en que la administración lo genera y utiliza, la capacidad que tiene para pagar intereses y dividendos, y la capacidad para pagar sus deudas.²

El valor que presentan las acciones en el mercado, además de estar influenciado por los flujos de efectivo, está influenciado por el factor “tiempo”. Esto se debe a que los administradores financieros consideran a los flujos futuros de efectivo para evaluar la capacidad de una empresa para cumplir con sus obligaciones, para determinar su financiamiento interno y externo, para analizar los cambios presentados en el efectivo y para establecer las diferencias que pueden existir entre la utilidad neta.³

Dentro de las ventajas que presenta el estado de flujos de efectivo se menciona⁴ que los flujos de efectivo no se afectan por las reglas de contabilidad y que para su valuación se pueden aplicar técnicas familiares como es el valor presente.

Por otro lado, una de las desventajas que presenta éste estado es que al ser el flujo de efectivo un concepto de liquidación, las empresas pueden modificarlo disminuyendo sus inversiones.⁵ Además, mediante este estado, no se mide el valor agregado en el corto plazo, es decir, no se reconoce el valor generado que no involucra movimientos en el efectivo. Por lo tanto, el valor asignado por el mercado no concuerda con el valor ganado y con esto, las inversiones son tratadas como una pérdida de valor.

² GIBSON, H. Charles. “Financial Reporting and Analysis”.

³ ibid

⁴ PENMAN, H. Stephen. “Financial Statement Analysis and Security Valuation”.

⁵ ibid

Otra desventaja es que los analistas financieros difícilmente reconocen los ingresos que provienen de inversiones a largo plazo, en particular cuando éstas provienen del crecimiento constante.

Por último, como se menciona anteriormente, los analistas financieros consideran que para maximizar el valor de la empresa se necesita predecir únicamente los flujos de efectivo que se van a generar. Sin embargo, se ha comprobado que no es importante que los flujos de efectivo netos provenientes de las actividades de financiamiento e inversión sean positivos en un año dado, ya que muchos negocios exitosos presentan informes de flujos de efectivo netos negativos para estas actividades. Generalmente, las empresas en crecimiento presentan flujos de efectivo netos negativos en sus actividades de inversión, debido a que las compras de activos fijos exigen desembolsos de efectivo⁶.

Por lo tanto, se considera que los analistas financieros, al basarse únicamente en los flujos de efectivo para predecir la rentabilidad futura, **subvalúan a la empresa**, ya que sólo toman en cuenta las entradas y salidas de efectivo sin tomar en cuenta las partidas devengadas, es decir, sin tomar en cuenta los ingresos y gastos que no representan flujos de efectivo, pero que están reflejados en el Estado de Resultados y Balance General, tales como los cambios netos en el capital de trabajo, menos la depreciación y la amortización.

Por tal motivo, con base al artículo *“Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing”* de FAIRFIELD M. PATRICIA,

⁶ PENMAN, H. Stephen. “Financial Statement Analysis and Security Valuation”.

Whisenant S. J y Lombardi Y. T (FWL) resulta interesante determinar si existe una relación del crecimiento de los activos operativos netos con la rentabilidad futura. Así mismo, se espera encontrar una relación de las partidas devengadas y los flujos de efectivo con los rendimientos anormales futuros. Ya que con base a lo anterior se puede comprobar si la sub/sobre valuación de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), se debe a la falta de reconocimiento de las partidas devengadas como componente del crecimiento de los activos operativos netos.

Para el desarrollo de esta investigación se utiliza la información financiera⁷ de 93 empresas que cotizan en la BMV, obtenida del programa Economática⁸, con la que se adquieren las variables clave para probar los modelos de regresión lineal múltiple.

Finalmente, se encuentra evidencia de la relación negativa del crecimiento de los activos operativos netos y las partidas devengadas con el ROA un año adelante. Así mismo, se comprueba que las partidas devengadas y los flujos de efectivo están relacionados directamente con los rendimientos anormales un año adelante. Estos resultados sugieren que al valorar una empresa y al determinar el precio de su acción, es indispensable considerar además de los flujos de efectivo que ésta genera, las partidas devengadas, ya que también generan valor a la empresa.

⁷ Datos provenientes de: Balance General, Estado de Resultados y de la demostración de Flujo de Caja

⁸ Economática, version 2004