

## Rentabilidad, utilidad y valor

Tapia, Gustavo N.

### Utilidad y rentabilidad

La utilidad y rentabilidad son dos conceptos diferentes y complementarios. La utilidad en el marco de una empresa es el resultado después de restar a los ingresos todos los egresos. Rentabilidad es el nivel de rendimiento que se ha obtenido de un capital invertido, representa la gestión de ese capital, y en últimas es la rentabilidad la que nos dice si el negocio en que se ha invertido es un buen negocio o no.

La utilidad para las personas decisoras o los hombres de negocio, también tiene una connotación subjetiva, que está relacionado con el grado de satisfacción alcanzado o el que se espera lograr. El hecho que exista subjetividad no impide estimar una cierta cantidad de útiles diferentes en cada caso, de lo que se deriva además un cálculo de utilidad marginal.

Los dos conceptos, utilidad y rentabilidad están presentes en las decisiones de inversión, sobre todo cuando se trata de proyectos. Esto es así, porque el tamaño de inversión, la duración, el riesgo involucrado y el significado que la operación tiene para los decisores y la organización, requiere niveles de rentabilidad que superen el costo financiero de capital y de utilidad que satisfagan económica y personalmente a los decisores.

La rentabilidad entonces, es la capacidad que tiene algo para generar suficiente utilidad o ganancia. Un negocio es rentable cuando genera mayores ingresos que egresos, un cliente es rentable cuando genera mayores ingresos que gastos, un área o departamento de empresa es rentable cuando genera mayores ingresos que costos. Una definición más precisa de la rentabilidad es la de un índice que mide la relación entre la utilidad o la ganancia obtenida, y la inversión o los recursos que se utilizaron para obtenerla.

Para hallar esta rentabilidad debemos dividir la utilidad o la ganancia obtenida entre la inversión.

$$\text{Rentabilidad} = (\text{Utilidad o Ganancia} / \text{Inversión}) \times 100 \text{ (expresado porcentualmente)}$$

Se debe reparar en el concepto de valor que representa en términos relativos o absolutos. Mayor utilidad no siempre significa mayor rentabilidad. Una utilidad de \$90.000 puede ser obtenida con una inversión de \$500.000 o \$100.000; la utilidad es la misma, sin embargo la rentabilidad es distinta. Una alta utilidad pero una baja rentabilidad, implica en primer lugar una mayor inversión, al tiempo que exige mayor esfuerzo y sacrificio para obtener lo mismo o menos de lo que se conseguiría si se invirtiera en un negocio o sector más rentable. Entre menor inversión haya que realizar para obtener una determinada utilidad, mejor será el proyecto, esto debido a la rentabilidad, pues es ésta la que determina cuanto será el porcentaje de rendimiento que se obtendrá en tal o cual inversión.

En las comparaciones de rentabilidad entre inversiones (o proyectos) se debe homogeneizar previamente la incidencia de riesgos, de calidad, de plazos, etc., en cada uno de los casos, dado que no resulta verdaderamente comparable por ejemplo un rendimiento del 15% con otro del 20% si los riesgos son del 2% y del 5% sobre la inversión. Otro tanto ocurre cuando se comparan diferentes costos de procesos o de insumos de diferente tecnología y calidad; así hay tecnologías que dependen de la escala de producción, de la vida económica de la inversión, y en todos los casos habrá que dar respuesta en la comparación para el corto, el mediano y largo plazo.

Parte de este proceso de homogeneización —para valorar las posibles alternativas—, se muestra en la comparación de la tasa de rentabilidad de un proyecto —TIR—, y su tasa de costo de capital, dado que en esta última se debe agregar el riesgo sistemático de la actividad, sector y / contexto particular para el tipo de inversión bajo análisis.

La rentabilidad depura el estado de resultados, aplicándole las políticas de cartera, pago de proveedores, para obtener un flujo real de efectivo, el cual sirve de base para hallar la rentabilidad con base en una tasa de descuento que es igual a la tasa de rentabilidad del inversionista según sus aspiraciones sobre la empresa o proyecto de inversión. Si se pretende pulir más la tasa de rentabilidad, se debe calcular sobre el estado de flujos de caja libre, que consiste en tener en cuenta la reposición del capital de trabajo y de los bienes de

capital, lo que implica que los negocios deben tener sostenibilidad en el tiempo, por esta razón del flujo de caja hay que destinar una parte para hacer reposiciones y hacer crecer el negocio, porque no es factible o es inconveniente muchas veces distribuir toda la utilidad. Esta concepción implica conocer la rentabilidad en términos económicos, que puede emerger de un estado financiero o balance calculada sobre criterios y buenas prácticas contables como el devengado o en términos financieros, para lo cual se la estima a partir de un flujo de fondos en el cual los ingresos y egresos son los cobrados y los pagados respectivamente, es decir que la obtención de la tasa interna de retorno de un negocio o proyecto tiene fundamento en el criterio de lo percibido.

Ambos conceptos, utilidad y rentabilidad tienen relevancia en el proceso de toma de decisiones. La eficiencia se cuela en el análisis a través de indicadores de costo-beneficio. El valor actual neto —VAN—, es la utilidad del negocio esperada en términos actuales y la tasa interna de retorno —TIR—, es la rentabilidad del proyecto de inversión considerando un peso promedio durante toda su vida económica.

Desde el punto de vista económico es posible aplicar una cantidad diferente de índices para calcular la rentabilidad. Algunos de ellos sobre activos o sobre patrimonios, sobre ventas, sobre costos de operación, etc. El denominado ROI (return on investment) es el cociente entre el resultado operativo y el total de activos invertidos; el ROE (return on equity) es el cociente entre el resultado neto (de intereses de pasivos ajenos) y el patrimonio neto o valor de las acciones.

Suele calcularse también el índice de Dupont que para la decisión de inversión de la empresa se expresa como el producto:

$$(\text{Ventas} / \text{Activo}) \times (\text{Utilidad Operativa} / \text{Ventas})$$

y para las decisiones de inversión de los dueños de la firma es el producto de:

$$(\text{Ventas} / \text{Patrimonio Neto}) \times (\text{Utilidad Neta} / \text{Ventas})$$

Como puede observarse, en los indicadores de Dupont es importante la expresión que factoriza y no tan sólo el resultado que se obtiene que es coincidente con el ROI o con el ROE.

El producto implica considerar el factor cantidad y el factor precio, el primero debido a la rotación del Activo o del Patrimonio neto (según el caso), y el segundo a partir de las utilidades que dejan cada peso de ventas. Ante cambios de contexto o comparando alternativas, con Dupont es más fácil determinar el ROI o ROE futuro a partir de cambios en demandas y ofertas de cantidades o cambios de precios en los insumos y los productos de los bienes.

El análisis de la rentabilidad económica o financiera depende fundamentalmente de la intensidad de la inversión —sea infraestructura o capital de trabajo—, de la productividad, de la participación y tasa de crecimiento del mercado, de la diferenciación con los competidores y el desarrollo de nuevos productos, de la calidad y costo de operación, y de la integración vertical.

Anteriormente se pensaba que una empresa tenía valor para el mercado dependiendo del market share, la política de dividendos, el tamaño de sus activos, la ganancia neta contable que mostraban sus balances o la ganancia contable por acción. La concepción actual de valor se centra en la idea de que el valor de las empresas está dado por el flujo de fondos que el mercado estima que se pueden conseguir en el futuro, dado el capital invertido.

En este marco de generación de valor para el accionista, un grupo importante de parámetros esenciales ha sido identificado por Alfred Rappaport, en su libro *La creación de valor para el accionista*. Si bien existen numerosas formas de referirse a estos elementos, y no todos los autores coinciden en la enumeración de los mismos, la lista de Rappaport fue una de las primeras en presentarse a discusión. Luego surgieron variantes o mejoras, pero todas basadas en el mismo criterio: la definición de elementos tales que pueden considerarse críticos a la hora de definir el valor de una alternativa o negocio.

Estos inductores actúan como impulsores de valor, variando su incidencia según la estructura empresarial de cada negocio, la tecnología aplicada, la estacionalidad de la oferta y la demanda, etc. En algunos casos pueden clasificarse como variables controlables, o no controlables, o parcialmente controlables, y su inclusión es común en las matrices FODA (fortaleza-oportunidades-debilidades-amenazas). Los siguientes

son algunos de los inductores más destacados.

- \* Tasa de crecimiento de ventas
- \* Margen Operativo
- \* Inversión de capital de trabajo
- \* Inversión en capital fijo
- \* Alícuota impuesto a las ganancias
- \* Duración del período proyectado
- \* Tasa de costo de capital

De todas formas, debemos tener en cuenta que para sobrevivir y tener éxito en los negocios —con la intensa competencia actual—, las organizaciones necesitan adaptarse rápidamente a los cambios externos.

Para ello, es menester contar con medidas de desempeño que oportunamente, reflejen la cultura organizacional y describan las operaciones en términos de costo, tiempo y calidad. Las medidas de desempeño, entre las que se destaca la rentabilidad, ayudan a establecer estándares y objetivos, muestran los progresos, motivan, influyen en las modificaciones de comportamiento y comunican las finalidades estratégicas.

No son de relevancia estas medidas, si envían falsas señales o crean barreras entorpeciendo el sistema de información. Tampoco lo son si están muy orientadas al pasado o si no agregan valor al negocio o cliente.

### **Conceptos de valor**

Según el diccionario castellano el valor es una cualidad por la que una persona o cosa merece consideración o aprecio. Tiene implícito la importancia o significación de un dicho o un hecho y es la característica principal de lo que es correcto o efectivo, o tiene validez.

También se considera que el valor es la magnitud que se da a una variable tenga o no esta una connotación positiva. Otras acepciones de la palabra valor hacen referencia a la energía para afrontar situaciones difíciles o una característica de una persona o contenido de una cosa para soportar acontecimientos negativos.

Aunque en las Finanzas, el concepto valor es diferente al de precio, en otras disciplinas y en el lenguaje vulgar, el precio de algo es interpretado como su valor. Incluso en la Economía cuando se calcula la equivalencia entre monedas se calcula su valor sobre la base del precio de un bien referente (por ejemplo el dólar).

El concepto de valor en economía supone que el valor es algo establecido por el ser humano — concepto antropocéntrico—, de manera que no se considera que los bienes y servicios tengan valor a menos que los humanos se lo otorguen.

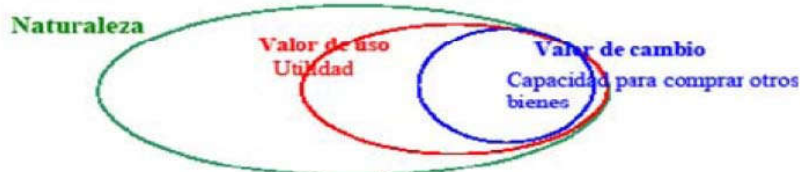
Desde una perspectiva estrictamente económica, no existe un valor natural o **intrínseco** a las cosas. Evidentemente, el que el valor esté tan íntimamente ligado al ser humano obliga a los economistas a medir valores mercantiles y **no mercantiles** empleando instrumentos monetarios.

La riqueza y el valor son dos conceptos diferentes, a menudo confundidos. Esa diferencia fundamental está definida por la consideración de la escasez como fuente de valor. Cuanto más escaso un bien, más valioso. De este modo, si se asimilaran los conceptos de valor y riqueza, tendríamos un problema lógico, ya que si la escasez aumenta el valor tendríamos que concluir que también aumenta la riqueza y eso no es así.

Otra diferenciación importante está constituida por el reconocimiento de las categorías valor de uso y valor de cambio introducida por Smith y perfeccionada por Ricardo y Marx. Sin embargo, ninguna de ellas da cuenta del valor de la naturaleza en su integridad.

Se debe advertir que la palabra valor en sentido económico tiene dos significados diferentes, ya que expresa la utilidad de un objeto particular, y, otras, la capacidad de comprar otros bienes, capacidad que se deriva de la posesión de dinero. Al primero se lo denomina valor en uso, y al segundo, valor en cambio. Las cosas que tiene un gran valor de uso tienen comúnmente escaso o ningún valor de cambio, y por el contrario, las que tienen un gran valor en cambio no tienen, sino un pequeño valor de uso, o ninguno.

Adam Smith y David Ricardo



Carlos Marx

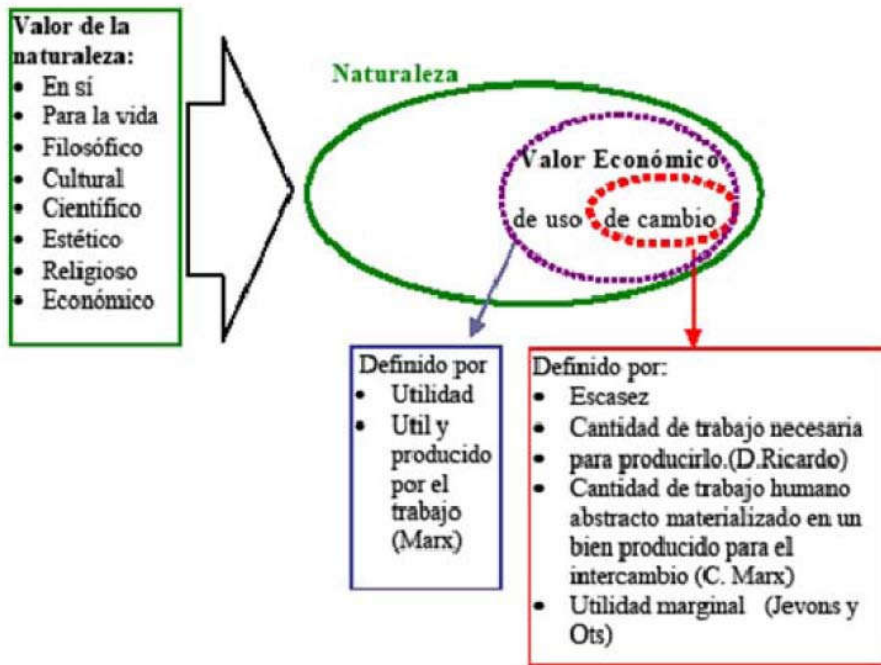


Autores marginalistas



### Valor de uso y valor de cambio. Fernández Equiza

El valor de la naturaleza en sentido amplio es mucho más que el valor de uso y el valor de cambio. Se puede prescindir de la utilidad, de la conciencia de la escasez y aún del conocimiento específico para valorar la naturaleza. Así, es posible valorar lo que no sirve para algo, lo que no se ve y también lo que no se sabe que existe. Asumiendo este punto de vista, se denominaría dimensión de valor ecocéntrico al conjunto de valoraciones, que aunque subjetivas en tanto producidas por los seres humanos, reconocen valor a la naturaleza no sólo para el hombre sino en sí misma y por su propio derecho. El valor económico es sólo una de las dimensiones de valoración de la naturaleza, sin embargo, parece haberse naturalizado la hegemonía de la valoración económica y un proceso de mercantilización creciente y acelerado de la naturaleza.



### Valor de la naturaleza y valor económico. Fernández Equiza

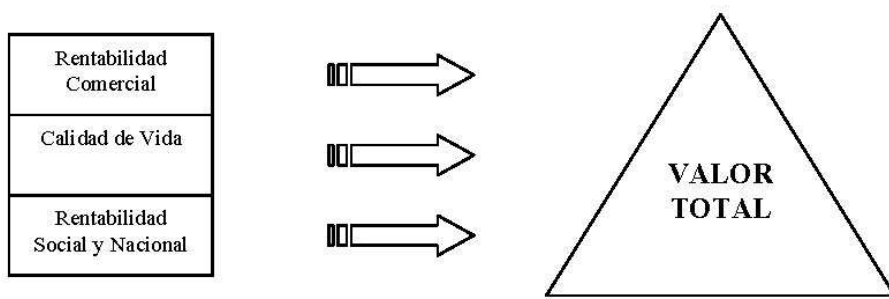
La cuestión del valor económico no se ha resuelto completamente. La dificultad parece presentarse cuando es necesario distinguir entre al menos dos puntos examinando su comportamiento y dependencia, y las circunstancias que sobre ellos influyen. Si bien un objeto valioso generalmente tiene la característica de ser útil, el concepto de valor excede al de utilidad, dado que algunos bienes que pueden requerir la intervención del trabajo para ser útiles también tienen valor. Además la diferencia de valor podrá explicitarse por la utilidad del bien, pero también por el nivel de escasez de los bienes susceptibles de valor.

No hay dos clases de valor económico, uno de uso y otro en cambio; el valor es uno, pero se fija mediante un juicio de que se computan la estimación propia y la estimación ajena de las cualidades del producto. Cuando el valor no expresa más que una relación de carácter exclusivamente personal deja de ser económico, y el lenguaje común así lo advierte, distinguiéndole como valor de afección.

La influencia que hemos reconocido al precio en la determinación del valor no supone la confusión de ambos términos. El precio consiste en la relación de dos valores, atiende sólo al cambio y en él únicamente se manifiesta, en tanto que el valor es anterior al cambio y se funda principalmente en las cualidades del producto. El precio no es más que un aspecto del valor, y se fija en virtud de causas muy distintas de las que obran sobre éste. El valor es esencialmente variable y no hay una medida segura de referencia habida cuenta de que expresa una relación entre términos sujetos a continuas alteraciones.

Desde la óptica financiera, el objetivo de invertir es que los activos valgan más de lo que cuestan y el objetivo de financiar es que los pasivos valgan menos que lo que cuestan. La creación de valor medida financieramente se da básicamente a partir de estos dos elementos señalados.

Las finanzas utilizan herramientas como el análisis de flujos de fondos para valuar a distintos momentos y calcular equivalencias de capitales; se emplean indicadores económicos usuales y no usuales, otros no económicos aunque sí técnicos (nivel de satisfacción clientes, grado de éxito — fracaso, etc.); también instrumentos como tableros de comandos para verificar el cumplimiento de una estrategia en correlación con las tácticas y las operaciones; valuaciones de sinergias; análisis de riesgos y eventualidades. Es decir, las finanzas mantienen un papel trascendente al conformar un sistema de medición de valor integral, aún cuando se produzcan fallas en el mercado o los aspectos sociales se presenten con más fuerza.



### **Valor total. Tapia G.**

Bajo esta posición, siendo la medida final el valor total generado, habrá que contemplar también si un mayor valor de rentabilidad comercial implica o no un menor valor de calidad de vida o de rentabilidad social o al menos un valor inferior de éstos respecto de la situación inicial.

Teniendo en claro este rol de las finanzas y contando con instrumentos de medición adecuados del valor generado de las decisiones económicas podrán elaborarse planes y programas específicos que:

- \* Mantengan la legitimidad.
- \* Contengan decisiones políticas sustantivas.
- \* Construyan capacidades operativas.
- \* Identifiquen tareas políticas — administrativas.
- \* Movilicen apoyos internos y externos.
- \* Humanicen el trato.

La Economía Financiera, también se pregunta ¿cómo afectan los fallos de mercado a la rentabilidad comercial y a la rentabilidad social? Todo esto incidirá en los procesos de planificación y en la diferenciación de estrategias que implementen en busca de mayor valor, lo que parece también una búsqueda de mayor resiliencia en las organizaciones.

Por este camino quizás se abra una nueva veta en el campo financiero, que requerirá una comprensión más completa del paradigma económico social y un trabajo en equipo con profesionales de otras disciplinas, interesados en resolver problemas y superar dilemas, que se presentan habitualmente al tomar decisiones. Por eso valorar proyectos de inversión con rentabilidad comercial y social es una tarea compleja y de gran dinamismo, aún cuando emprenderlos con intención de éxito sea costoso y requiera esfuerzos, el planeamiento y la ejecución de las inversiones productivas es una síntesis que aproxima el bienestar general, individual y organizacional.

### **Fuentes consultadas**

- \* Biddle Gary, Bowen Robert, et. al. (1997). "Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values". *EUA: Journal of Accounting y Economics*. Núm. 24, pp. 301-336
- \* Fernández Equiza Ana M.(2003). Algunas nociones sobre valor económico y naturaleza. *SOCIEDADE E MEIO AMBIENTE Linha de Pesquisa Desenvolvimento e Conflitos Ambientais*. Nro 48. Noviembre.
- \* Rappaport Alfred. *La creación de valor para el accionista*. Ed. Deusto. Bilbao. España. 1998.
- \* Saavedra García María Luisa. *La Gerencia estratégica de costos y la Generación de Valor en las Empresas*. 1997.
- \* Tapia Gustavo, Aire Carlos, Perossa Mario, de Jesús Mauro, Roubly Hernán. *Valuación de Empresas*. Ed Omicron. 2012.
- \* Van Horne, J. (1997). *Administración Financiera*. México: Prentice Hall.
- \* Weston J y Copeland T (1992). *Finanzas en Administración*. Ed McGraw Hill. México