

INDICADORES MODERNOS DE CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA

1. INTRODUCCIÓN

El presente artículo pretende ser la continuación del trabajo titulado “Indicadores clásicos de creación de valor en la empresa” que analizaba, de manera crítica, las distintas medidas tradicionales de creación de valor en el ámbito empresarial, intentando descubrir aquella o aquellas que ofrecieran mejores condiciones y perspectivas de aplicación. Los diez indicadores estudiados fueron el beneficio neto, dividendo, flujo de caja contable, flujo de caja disponible, ROI, ROE, cotización bursátil, PER, precio/valor contable y rentabilidad por dividendos, obteniéndose diversas conclusiones parciales en torno a cada uno de ellos. Entre sus ventajas genéricas, destacábamos su fácil obtención, significado económico y financiero claro, así como la útil información que aportaban sobre la trayectoria y desenvolvimiento de la empresa. Los inconvenientes se centraban fundamentalmente en la subjetividad existente en la determinación del valor de alguno de estos indicadores, la no consideración del riesgo, del coste de capital o de las expectativas futuras de la empresa. Además, en ocasiones, los directivos no actuaban con visión de largo plazo, cuando su retribución se fijaba en relación a dichas medidas.

En este momento, pretendemos profundizar en los nuevos indicadores que se están utilizando en la empresa, realizando un estudio crítico de los mismos, y señalando las ventajas, inconvenientes y posible utilidad para las compañías. Asimismo, vamos a intentar completar la visión que mostrábamos al analizar las medidas clásicas, aportando soluciones a las deficiencias allí encontradas, y decantándonos por el conjunto de indicadores (clásicos y modernos) que, en nuestra opinión, están más correlacionados con la creación de valor en la empresa. Pero, antes de comenzar, recordemos ciertas premisas e ideas básicas, de las que

partíamos en el artículo citado, y que son necesarias para una adecuada comprensión de nuestra línea de estudio.

En primer lugar, se establece como objetivo financiero *la maximización del valor de la empresa en mercado para los accionistas* o, lo que es lo mismo, *la maximización de su patrimonio o del valor de sus acciones en mercado*. Este objetivo debe traducirse en crear valor para los accionistas, que en los mercados financieros se corresponde en gran medida con la *cotización o precio de las acciones*¹. Toda actuación o decisión empresarial que contribuya a su incremento² estará beneficiando a los accionistas. La creación de valor puede considerarse, así, como un objetivo que debe guiar la toma de decisiones en la empresa.

En segundo lugar, para que se cumpla el objetivo financiero de la empresa, es necesario, por una parte, lograr un aumento del valor por ella generado y, por otra, asumir un nivel de riesgo mínimo o aceptable -por debajo del que espera el accionista- que proporcione estabilidad a la misma. De este modo, cualquier actuación en la empresa encaminada a obtener una diferencia positiva entre la rentabilidad del activo y el coste de los capitales propios y ajenos utilizados, y, por tanto, superior a la esperada por el mercado, estará contribuyendo a generar riqueza, elevar el precio de las acciones y, por tanto, a crear valor para el accionista.

Para medir genéricamente este último concepto diferencial, podemos aplicar el **Valor Actual Neto (VAN)**, si evaluamos un proyecto de inversión/financiación o, también, el **Beneficio Residual o Rentabilidad Neta**, entendido como la diferencia entre la rentabilidad de la estructura económica o capital invertido y el coste de capital de la empresa.

En cuanto a la primera acepción, el VAN se considera como el valor creado para los accionistas en un proyecto de inversión independiente. El VAN de un proyecto de inversión/financiación expresa el excedente resultante, una vez satisfecha la exigencia de rentabilidad mínima de los capitales propios y la pretensión contractual de los capitales ajenos. Si el VAN es positivo, la renta que genera el proyecto va a superar el coste de los capitales utilizados. El excedente resultante, por tanto, es para el accionista, puesto que todos los que tienen alguna relación con la empresa han sido ya convenientemente retribuidos. En consecuencia, teniendo en cuenta que para el cálculo del VAN se utiliza normalmente el coste medio ponderado de los capitales (CMPC)³, si todo se cumple tal como se ha previsto, el valor de mercado de los fondos propios aumentará, en el momento inicial, en la cantidad indicada por el VAN del proyecto. Por ello, los proyectos rentables crearán valor para los accionistas.

Visto desde otra perspectiva, la actualización de los flujos netos de caja después de impuestos del proyecto ($Q_{i,di}$), a la tasa ya comentada, descontando el coste de la inversión, conduce a la obtención del VAN del proyecto. Habida cuenta de que los $Q_{i,di}$ pueden ser descompuestos, en términos de renta empresarial, en cuota de amortización técnica, cargas financieras, dividendos y reservas, todos en términos anuales; en el caso de que la corriente de renta de la empresa coincida con la de tesorería y, además, las cuotas de amortización financiera anual sean de la misma cuantía que las técnicas o contables, las reservas deben ser iguales, en cada ejercicio, a la tesorería o liquidez excedente. De este modo, la actualización de las reservas acumuladas durante el horizonte de valoración se va a corresponder con la actualización de la tesorería sobrante, que, en definitiva, lleva a la obtención del VAN del proyecto. Por todo ello, en el caso comentado, la actualización de las reservas acumuladas coincide con el VAN del proyecto y puede utilizarse como estimación de la creación de valor.

En cuanto a la segunda acepción, *el beneficio residual o rentabilidad neta, ha sido manejado históricamente por diversas compañías para medir el rendimiento empresarial. Esta definición se vincula a la diferencia entre la rentabilidad que genera el activo de la empresa y el coste del pasivo total que soporta, concepto del que, como veremos más adelante, derivan algunas medidas actuales de creación de valor.*

2. NUEVOS INDICADORES DE CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA

Siguiendo con las ideas que nos han de servir de base para el presente artículo, la toma de decisiones, por parte de los directivos o gerentes, debe ir encaminada al cumplimiento del fin o fines últimos establecidos por la organización, para lo cual se hace imprescindible un conocimiento de los efectos o repercusiones que la aplicación de dichas decisiones tendrán en la empresa; en otras palabras, se trata de distinguir si una determinada acción o comportamiento conducirá al logro de los deseos expresados por la entidad.

De esta manera, para determinar la adecuación de las actuaciones empresariales, deben utilizarse indicadores que nos informen sobre el grado de cumplimiento del objetivo de la compañía. El incremento de cualquier medida de rendimiento empresarial, de por sí, sólo contribuye a satisfacer los objetivos empresariales cuando las acciones tomadas para obtener el citado incremento estén altamente correlacionadas con la consecución del objetivo establecido. Esto significa que podrían existir varias alternativas de actuación, que llevaran a un aumento de un determinado indicador de rendimiento, y sólo una de ellas contribuyera a satisfacer el objetivo de la compañía. Esta última actuación debería identificarse, entonces, como generadora de valor para el accionista.

Podemos indicar, por tanto, que no todas las formas de aumentar dichas medidas de rendimiento van a crear valor para el accionista. De hecho, algunas pueden incluso destruirlo, como veremos posteriormente. Sólo crearán valor aquellas medidas que lleven a alcanzar una retribución o rentabilidad para los accionistas por encima de las expectativas de rentabilidad que, sobre la base de un determinado riesgo, exigen los mismos⁴.

En consecuencia, una vez que conocemos las proposiciones fundamentales que deben servirnos de base para el estudio de las medidas de valor, vamos a iniciar el estudio de aquellos indicadores y parámetros que, en estos últimos años, están siendo considerados como paradigma de la orientación a seguir en la creación de valor. De entre las numerosas medidas existentes, es nuestra intención examinar el EVA, MVA, CVA, CFROI, TSR y VCA.

➤ *EVA (Economic Value Added)*

El valor económico añadido o EVA es una medida de desempeño financiero y de gestión empresarial que se basa en tres variables: el **BAIDI** (Beneficio Antes de Intereses y Después de Impuestos), la inversión en activos requerida para generar ese beneficio y el coste medio ponderado de las inversiones en activos ajustado al riesgo. Es una forma de calcular el beneficio residual o rentabilidad neta, que deduce el coste de todos los recursos empleados del beneficio operativo generado por el negocio. La empresa añade valor si genera ganancias que excedan el coste económico del proyecto; en caso contrario, lo destruye (al menos es lo que mantienen sus creadores: la Consultoría Stern- Stewart).

$$EVA_t = BAIDI_t - VC_{t-1} \times CMPC \quad (1)$$

o también,
$$EVA_t = (R_a - CMPC) \times VC_{t-1} \quad (2)$$

donde,

VC_{t-1} es el valor contable neto de los recursos totales utilizados o capital invertido al inicio de cada período,

y R_a es la rentabilidad de activo igual a $\frac{BAIDI_t}{VC_{t-1}}$

La idea básica que introduce el EVA no es reciente. Desde hace tiempo, una medida como el VAN se ha venido utilizando como criterio para la aceptación de proyectos de inversión, respondiendo a la concepción de que los proyectos aceptables son los que crean valor. Además, el concepto de beneficio residual o *rentabilidad neta es prácticamente similar al EVA*, con diferencias, fundamentalmente, en la forma de cálculo (beneficio, coste de los recursos y la consideración o no de impuestos), más que en la determinación del concepto.

La cercanía o paralelismo existente entre el VAN y el EVA puede demostrarse matemáticamente y se expone en la siguiente relación:

$$VAN = \sum_1^n \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^i} \quad (3)$$

Observamos que el VAN es igual a la suma actualizada de los EVA de cada período, siendo un resumen del valor total del proyecto. Por ello, los defensores del EVA aducen que su medida descompone el VAN en “partes” anuales de valor, es un flujo, y, por ello, mejora al VAN, que es una medida “bloque” multiperíodo. De esta manera, consideran que el EVA puede ser utilizado como criterio para la evaluación del rendimiento empresarial, en cada período, y como sistema de incentivos para los trabajadores y directivos.

Como principales **ventajas** del EVA se destacan las siguientes:

- 1) *Considera el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido*, por lo cual sirve mejor que los indicadores tradicionales para medir la eficiencia de la gestión empresarial.

- 2) *Puede ser aplicado como **medida de incentivo** a la empresa en conjunto, a una sección o a un directivo. De esta forma, los salarios, por ejemplo, pueden ir ligados a objetivos de EVA.*
- 3) ***Alinea los objetivos de los gerentes de una unidad de negocio con los objetivos globales de la empresa.***

El EVA motiva a aceptar cualquier inversión alternativa que genere una rentabilidad mayor que el coste de capital, lo que beneficia conjuntamente a los gerentes y a la empresa. Recordemos que con el ROI los directivos podían realizar inversiones en su sección que fueran favorables a sus intereses y perjudicaran a la organización.

Entre sus **limitaciones** se señala que:

1) Tiene carácter financiero

Cuando obtenemos cifras financieras de EVA al final de un período contable, no existe información sobre el origen o causas de las ineficiencias operacionales ocurridas en el ejercicio. En este sentido, las empresas que han rechazado la aplicación del EVA indican que es demasiado complejo para que los gerentes comprendan qué decisiones les han llevado a esas consecuencias. Ello motiva que el directivo no pueda identificar y aplicar todas aquellas políticas y decisiones que aportan valor a la empresa, al no ser cuantificables o explicadas por el EVA.

2) Orientación de corto plazo

El EVA enfatiza los resultados a corto plazo. Para observar este hecho, consideremos la posibilidad que tiene la empresa de invertir en proyectos tecnológicos innovadores. En un principio, los costes y gastos asociados a un proyecto innovador serán muy superiores a los ingresos obtenidos. Posteriormente, en años sucesivos, la empresa irá recuperando la inversión, mediante los ingresos o flujos de caja asociados al proyecto. Por tanto, el efecto neto de una inversión, en este tipo de proyectos, será una reducción del EVA empresarial en los primeros años de la inversión y, como consecuencia, suponiendo que la retribución de los directivos va ligada a objetivos de EVA, se producirá una disminución de las retribuciones de la gerencia. Sin embargo, en períodos futuros, el incremento de ingresos y la amortización progresiva de activos contribuirá al aumento del EVA y a una mayor recompensa salarial de los directivos.

En este orden de ideas, si se tiene en cuenta el valor temporal del dinero y el riesgo que supone el futuro, los directivos realizarán, con casi toda certeza, actuaciones tendentes a incrementar su retribución hoy, y no mañana, es decir, paradójicamente estarán rechazando proyectos que crean valor a largo plazo.

3) EL EVA se basa en parámetros contables

El aumento del EVA como objetivo tiene sentido cuando la rentabilidad se interpreta como tasa interna de rentabilidad (TIR)⁵ de los flujos monetarios generados, no como rentabilidad contable de un ejercicio. No basta con que una actividad genere beneficios contables, sino que dichos beneficios deben ser reales y suficientes para retribuir a los recursos totales empleados para financiar la actividad. De esta forma, la rentabilidad, medida como TIR de dichos flujos, debería ser superior al coste de los recursos empleados en un período contable, algo que no garantiza ni aclara el EVA.⁶

4) El EVA tiene naturaleza histórica, mide el pasado y no las expectativas futuras

Si el EVA de un determinado período es positivo y mejor de lo esperado, indica creación de valor en ese período. Sin embargo, puede ocurrir que el valor de la empresa disminuya si las perspectivas futuras no son muy buenas. Ello advierte que el valor depende de expectativas y no de hechos acontecidos.

5) El EVA no informa, en todo caso, de la medida del valor generado o añadido en un ejercicio. Crecimientos del EVA pueden ser causa de destrucción de valor

Bennett Stewart, coautor de la medida de valor que tratamos, establece que el aumento del EVA pasa por:

- a) Incrementar el BAIDI o beneficio operativo sin alterar el coste y la cantidad de los recursos financieros.
- b) Reducir el coste de capital.
- c) Mantener la misma ganancia absoluta, reduciendo el capital invertido o eliminando aquellas inversiones que no son rentables.
- d) Invertir en proyectos con rentabilidad superior al coste de obtención de los fondos necesarios.

Observamos que todas estas alternativas tratan de “*hacer más con menos*”, de conseguir una mayor eficiencia empresarial, lo que debe depender exclusivamente de la actitud positiva de los directivos. No obstante, existen factores ajenos a la empresa como, por ejemplo, ocurre con un descenso de los tipos de interés, que no son atribuibles a la gestión de los directivos. Ello puede provocar un aumento del EVA y, por consiguiente, una aparente creación de valor en ese período, aún cuando realmente la empresa no haya generado valor y sufra un deterioro en su cotización bursátil.

Por otra parte, el empleo del valor contable neto, VC_i , del comienzo de cada ejercicio, para calcular el coste de los recursos, tiene la limitación de hacer variar, *ceteris paribus*, el EVA, en relación a la amortización aplicada a los activos fijos. La consecuencia es que aparentemente se va a generar valor en cada período, cuando realmente la empresa no ha variado su actividad, políticas ni estrategias de actuación.

Si la cotización o precio de un título refleja los EVA esperados en el futuro, y se produce un incremento de EVA menor a las expectativas expresadas por el inversor o accionista, se podría concluir que el precio del título va a ser inferior al supuesto inicialmente. De este modo, a pesar de obtener EVAs positivos, la empresa estaría destruyendo valor para el accionista.

6) *Requiere múltiples ajustes para tener una justificación financiera*

Los consultores Stern-Stewart, creadores del EVA, han identificado unas 120 distorsiones potenciales de la realidad económica, generadas por los principios de contabilidad generalmente aceptados. Estas distorsiones implican un ajuste de cada unidad empresarial al contexto económico que ellos describen como real. Además, la consideración de dichos ajustes y distorsiones puede ser bastante discutible y, en caso de que estuvieran consensuados, introduciría un grado de complejidad elevado a la interpretación del resultado, por la dificultad de identificar la relación causa-efecto.

7) *Existen estudios⁷ que no sustentan la teoría de la fuerte correlación entre el EVA y la creación de valor*

Mientras que, en ciertas empresas, puede observarse una correlación entre EVA y precio, la evidencia empírica no permite establecer una generalización. Se debe ir más allá de la simple correlación estadística,

tratando de encontrar las relaciones causa-efecto de los procesos de creación de valor.

En definitiva, por lo comentado, el EVA es un instrumento de gestión empresarial basado en el valor, que mejora en ciertos aspectos a los indicadores tradicionales, aunque hay que mantener ciertas reservas sobre su consideración como creador de valor en cada ejercicio. Pensamos que la rentabilidad neta, el beneficio residual o el VAN, ya medían lo que intenta medir el EVA. Su novedad y utilidad radica en que, siendo un concepto conocido, ahora todo el mundo lo tiene en cuenta (gracias, entre otros aspectos, al aparato publicitario y de difusión de sus creadores), revoluciona la forma en que los gestores ven sus negocios. Es una nueva cultura, una nueva filosofía.

➤ *MVA (Market Value Added)*

El MVA o valor de mercado añadido representa la diferencia entre el valor de mercado de todas las acciones de una empresa (VM_0) y el valor contable de las mismas (VC_0) o capital invertido inicial. Dicha diferencia trata de medir la creación de valor que se ha producido en la empresa o, también, la ganancia que obtendría un accionista, con relación a su inversión inicial, si vende hoy sus acciones. Es una medida de valor con un significado análogo al ratio Precio/Valor contable que fue analizado en Ruiz y Jiménez (2000). Su expresión es la siguiente:

$$MVA_0 = VM_0 - VC_0 \quad (4)$$

Es destacable que esa diferencia expresa la revalorización de las acciones en mercado, con respecto a los recursos propios inicialmente aportados, no incluyendo la retribución por dividendos que recibe el accionista o cualquier otra forma de retribución directa.

Además, hay que señalar que la relación que existe entre el MVA y el EVA es:

$$MVA_0 = \sum_1^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t} = VAN \quad (5)$$

Expresión similar a la obtenida en (3) y que aporta un significado equivalente al que establecíamos para el VAN. Es decir, el MVA expresa el aumento de valor de los fondos aportados por los accionistas, en el

momento inicial, como medida bloque y para todo el período de valoración. El VAN puede ser, por tanto, sustitutivo de esta medida.

Por ello, el MVA tiene sentido, como creación de valor, al principio, cuando se aportan los fondos por los accionistas, ya que VC_0 , que es un valor contable, coincide en ese momento con un flujo monetario. De este modo, pueden ser comparados dos flujos financieros reales, VM_0 y VC_0 . Si en períodos posteriores queremos hacer comparables ambas magnitudes, podemos optar por actualizar el valor del capital invertido, ajustándolo, por ejemplo, a la inflación. En este caso, la diferencia entre VM_t y VC_t expresaría la creación de valor en el período considerado “t”.

El valor actualizado de los EVA totales de cada período, es decir, el VAN de los proyectos presentes y futuros a acometer, como hemos visto, representa la creación de valor de dichos proyectos, por lo cual, si sumamos dicha creación de valor a los fondos propios, obtendríamos el valor de mercado de las acciones en el momento inicial.

$$\text{Valor mercado acciones} = FP_0 + \text{Valor actual}_{EVA\text{proyectos presentes}} + \text{Valor actual}_{EVA\text{proyectos futuros}}$$

Por otra parte, las variaciones anuales de MVA posteriores al inicio, hacen referencia a la revalorización de la inversión del accionista, pero no incluyen los dividendos recibidos. En ningún momento, dichas revalorizaciones significan creación o destrucción de valor (que ya se generó al principio), sino que corresponden a una parte (los dividendos completarían el resto) de la exigencia de rentabilidad del accionista sobre la inversión realizada en cualquier momento.

En definitiva, el MVA no mide el valor **total** creado por la empresa para sus accionistas, puesto que **no incluye** una retribución tal como los **dividendos**. Además, sólo significa **creación de valor al principio**, y su evolución posterior no tiene la consideración de creación o destrucción de valor. Sin embargo, soluciona un problema que contenía el EVA: la no consideración de las expectativas futuras de la empresa, ya que aquél sólo tenía en cuenta lo que ocurría en el ejercicio en curso. En el MVA, estas expectativas están contenidas en el precio de mercado. Por ello, se recomienda complementar la medida establecida por el EVA con la representada por el MVA.

➤ *CVA (Cash Value Added)*

Es una variante del EVA que añade la “verdadera” depreciación sufrida por los activos fijos. Está compuesto por el BAIDI, más la amortización contable (AC), menos la amortización económica (AE) y menos el coste de los recursos utilizados (inversión inicial -fondos totales (FT_o)- multiplicada por el coste medio ponderado de los recursos). La AE es la anualidad que, capitalizada al coste de los recursos (CMPC), acumulará el valor de los activos al final de la vida útil de los mismos⁸. Cuando las empresas tienen activos fijos y necesidades operativas de fondos constantes, el valor actual del CVA, descontado a la tasa CPMC, coincide con el MVA y, por tanto, con el VAN.

$$CVA_t = BAIDI_t + (AC_t - AE) - (FT_o \times CMPC) \quad (6)$$

Como se aprecia en la expresión (6), el CVA corrige el BAIDI que se utiliza en el EVA, introduciendo la depreciación real o amortización económica que se estima tendrán los activos fijos. Asimismo, tiene en cuenta, para el cálculo del valor generado en cada año, los recursos totales que son necesarios al comienzo de un proyecto de inversión, mientras que el EVA recogía el valor contable neto de la inversión al principio de cada período.

Con respecto al EVA, el CVA tiene la **ventaja** de considerar el valor de los fondos totales iniciales en cada período, con lo que sólo aparecerán cambios en la evolución de los CVA cuando se modifique una variable con incidencia real en la rentabilidad o coste de la empresa. Es decir, si, por ejemplo, el beneficio operativo permanece constante durante varios períodos, al igual que el CMPC, todos los CVA, para cada uno de esos años, deberán ser iguales, lo que significa que no habrá habido más creación de valor en un ejercicio que en otro. El valor obtenido en cada año aplicando el EVA sería diferente, lo que no tiene sentido, pues la empresa no ha cambiado sus parámetros de actividad en ninguno de esos ejercicios.

Por todo lo comentado, si no hay creación de valor en un horizonte temporal determinado (por tanto el $VAN=MVA=0$), y la empresa no modifica su nivel de ventas, costes, etc., los CVA de cada período deben ser nulos. En caso de que haya creación de valor, los CVA de cada período tendrán la misma cuantía, informando de que la creación de valor en la empresa ha sido uniforme.

Finalmente, en cuanto a las **ventajas** que tiene sobre los indicadores tradicionales, el CVA, al igual que el EVA, considera el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido.

➤ ***CFROI (Cash Flow Return On Investment)***

Es una medida de rentabilidad de activo, similar a la TIR de los proyectos de inversión, que ajusta por inflación los flujos de caja, e intenta mejorar las deficiencias encontradas en el ROI (esencialmente contables). Los flujos de caja y la inversión bruta inicial se calculan de forma determinada y se ajustan a la inflación.⁹ Es, por tanto, “una rentabilidad real, expresada en unidades monetarias constantes, y representa la rentabilidad media de todos los proyectos existentes de una empresa en un momento determinado”¹⁰. Así, pues, una empresa crea valor si el CFROI es superior al CMPC sin inflación, puesto que, en ese caso, la rentabilidad neta o diferencia entre ambos es positiva.

Podemos destacar como principal **ventaja** que expresa rentabilidad real, pues considera los flujos de entrada y salida de un proyecto y los ajusta por inflación. La posterior comparación con el CMPC, en unidades monetarias constantes, proporciona la creación real de valor.

Los **inconvenientes** consisten, en primer lugar, en encontrar la forma más adecuada de calcular la vida de los activos fijos, para poder estimar el horizonte temporal de valoración. Un segundo inconveniente reside en la dificultad para realizar un ajuste apropiado de la inflación prevista. Por otra parte, la utilización de tasas reales puede no ser bien entendida por el inversor o accionista, y, finalmente, no existe aún evidencia empírica sobre su excelencia respecto a otras medidas de rentabilidad utilizadas por el inversor.

➤ ***Rentabilidad Total del Accionista o TSR (Total Shareholder Return)***

Es la suma de los dividendos recibidos por el accionista y la revalorización/depreciación de las acciones. Una empresa crea valor si la RTA es superior al coste de capital propio o rentabilidad exigida por los accionistas (K_e).

$$RTA = \frac{P_{t+1} - P_t + D_t}{P_t} \quad (7)$$

Se inspira en el *principio fundamental de valoración* e intenta ser una alternativa de mercado a la rentabilidad contable manifestada por el ROE. Muestra la ventaja, sobre otros indicadores tradicionales de rentabilidad, tal como el de rentabilidad por dividendos, de incluir las perspectivas de futuro de la empresa. Le resta universalidad la limitación de no poder ser utilizado por empresas no cotizadas.

➤ *El Valor Creado en el año (VCA) para el accionista*

Representa el aumento del valor de mercado de los fondos propios (P), más los dividendos repartidos (Di), la recompra de acciones (RA) y los derechos de suscripción (DS), menos las ampliaciones de capital (AC) y el coste de oportunidad de los fondos propios (Ke):

$$VCA = [(P_{t+1} - P_t) + D_t + RA + DS - AC] - (P_t \times K_e) \quad (8)$$

$$VCA = (R_e - K_e) \times P_t \quad (9)$$

La rentabilidad del accionista, R_e , será, por tanto, el aumento de valor total en el período, dividido por el P_t . Cuando R_e supera a K_e , el accionista es recompensado por encima de la rentabilidad que esperaba, y por tanto, se crea valor para el mismo.

Nos parece una medida muy adecuada para medir la creación de valor total para el accionista porque tiene en cuenta cualquier flujo monetario que afecta a su patrimonio e incluye las expectativas de futuro, que están contenidas en el valor de mercado de los fondos propios. Pensamos que, además, podría ser utilizado como una versión más general y completa que la indicada por el ratio precio/valor contable y el RTA, pudiendo ser P_t , según el caso, el capital invertido inicial -valor contable- o el precio de adquisición en cualquier momento. Asimismo, teniendo en cuenta lo que acabamos de comentar, podría ser, también, asimilable a un MVA, expresado en porcentaje, y mejorado por la inclusión de dividendos y otros flujos relacionados directamente con el accionista.

El inconveniente reside, de nuevo, en la imposibilidad de aplicar a empresas no cotizadas, lo que puede ser subsanado aplicando modelos como el de flujos de caja descontados.

3. CONCLUSIONES PARCIALES SOBRE LOS NUEVOS INDICADORES DE VALOR CREADO

De acuerdo con lo expuesto hasta el momento, vamos a presentar los aspectos favorables y limitaciones que hacen aconsejables o no la utilización de los nuevos instrumentos que estiman la creación de valor para el accionista.

Comenzando por las ventajas, en general, los indicadores analizados consideran el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido, por lo que sirven mejor que los indicadores tradicionales para medir la gestión del directivo, alinean los objetivos de los gerentes de una unidad de negocio con los objetivos globales de la empresa y del accionista y tienen en cuenta consideraciones de mercado, más que contables.

En cuanto a los inconvenientes, algunas de estas nuevas medidas encuentran ciertas dificultades para ser entendidas por los directivos, inversores y accionistas. El cálculo de sus variables puede ser muy complejo y, en ocasiones, discutible. Además, sus resultados no siempre tienen el sentido que le atribuyen sus autores, creación de valor, y las cifras obtenidas por diferentes indicadores pueden llevarnos a conclusiones distintas (caso del EVA y el CVA).

De forma más concreta:

- El **EVA** mejora en ciertos aspectos a los indicadores tradicionales, aunque hay que mantener ciertas reservas sobre su consideración como creador de valor en cada ejercicio. Pensamos, que la rentabilidad neta, el beneficio residual o el VAN ya medían lo que intenta medir el EVA. Entre sus *inconvenientes*, se señala que es una medida basada en parámetros contables, por lo cual puede ser manipulada; además, su carácter financiero le hace fallar en la descripción del nivel de esfuerzo y desempeño de cualquier unidad empresarial. Otros defectos son que enfatiza los resultados a corto plazo, no teniendo en cuenta el futuro de la empresa; no expresa, en todo caso, creación/destrucción de valor en un ejercicio y, en último lugar, que impide a los gerentes comprender cómo sus decisiones afectan al resultado final.
- El **MVA** soluciona un problema que contenía en el EVA: la no consideración de las expectativas futuras de la empresa. Puede ser utilizado como medida de creación de valor, aunque no mide el valor total creado por la empresa para sus accionistas (no incluye dividendos); además, sólo significa creación de valor al principio y su evolución

posterior no debe entenderse como creación o destrucción de valor. Para un uso informativo más completo, se recomienda emplear conjuntamente la medida establecida por el MVA con la representada por el EVA.

- El **CVA** corrige el BAIDI que se utiliza en el EVA, introduciendo la depreciación efectiva. Con respecto al EVA, el CVA tiene la ventaja de considerar el valor de los fondos totales iniciales en cada período, con lo que sólo aparecerán cambios en la evolución de los CVA cuando se modifique una variable con incidencia real en la rentabilidad o coste de la empresa. En cuanto a las ventajas que tiene sobre los indicadores tradicionales considera el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido.
- El **CFROI** es una medida de rentabilidad de activo que intenta mejorar las deficiencias del ROI (esencialmente contables). Como principal cualidad expresa rentabilidad real, pues considera los flujos de entrada y salida de un proyecto, ajustándolos por inflación. Los inconvenientes consisten en encontrar la forma más adecuada de calcular la vida de los activos fijos y, en segundo lugar, la dificultad para realizar un ajuste apropiado de la inflación prevista. Por otra parte, la utilización de tasas reales puede no ser bien entendida por el inversor o accionista y, finalmente, no existe aún evidencia empírica sobre su excelencia respecto a otras medidas de rentabilidad utilizadas por el inversor.
- La **Rentabilidad Total del Accionista o TSR** intenta ser una alternativa de mercado a la rentabilidad financiera/contable manifestada por el ROE. Muestra la ventaja, sobre otros indicadores tradicionales de rentabilidad, de incluir las perspectivas de futuro de la empresa, aunque le resta universalidad el inconveniente de no poder ser utilizado por empresas no cotizadas.
- El **Valor Creado en el Año** nos parece una medida muy adecuada, para medir la creación de valor total para el accionista, porque tiene en cuenta cualquier flujo monetario que afecta al patrimonio del inversor e incluye las expectativas de futuro. Pensamos que, además, podría ser utilizado como una versión más general y completa que la indicada por el ratio precio/valor contable y el RTA. Al mismo tiempo, podría ser asimilado a un MVA expresado en porcentaje y mejorado por la inclusión de dividendos y otros flujos relacionados directamente con el accionista. El inconveniente reside en la imposibilidad de aplicar a empresas no cotizadas.

4. CONCLUSIONES FINALES

- 1) La creación de valor en la empresa debe ir dirigida a satisfacer los objetivos e intereses de los accionistas. En este sentido, los propietarios deben ser retribuidos preferentemente, aunque manteniendo un equilibrio con el resto de los agentes participantes, que también contribuyen a generar valor.
- 2) Cualquier medida que quiera expresar verdaderamente creación de valor debe incluir parámetros indicativos de la rentabilidad real o potencial que se genera en un período temporal. Es decir, para que en un ejercicio se genere valor, los beneficios o ganancias deben ser reales y suficientes para retribuir a los recursos totales empleados para financiar la actividad. Por tanto, los flujos de caja utilizados deben estar muy cerca de la liquidez potencial que puede recibir el accionista. La utilización de flujos reales de valor próximos a la liquidez garantiza, además, la aplicación de criterios de descuento, tales como el VAN o el TIR.

A ello se une la existencia de bastantes estudios, entre los que se encuentra el realizado por Rawley y Martin (1985), que establecen que las cifras basadas en flujos de efectivo muestran una mejor explicación del precio de las acciones en el mercado de capitales estadounidense. Por otra parte, Roger Mills, del *Henley Management College* destaca las investigaciones empíricas que apoyan “la significativa relación entre el flujo de tesorería y la cotización de las acciones”.

- 3) De la anterior conclusión podríamos colegir lo siguiente: si vamos a utilizar parámetros expresivos de la liquidez excedente o rentabilidad real en un período, ¿no sería más fácil aplicar la tesorería generada en dicho período?

Para contestar a este interrogante, pensemos en un concepto próximo a la liquidez: el $FCL_{\text{accionistas}}$ ¹¹. La tesorería generada por la empresa en un período determinado va a coincidir con el $FCL_{\text{accionistas}}$ cuando la autofinanciación sea un flujo monetario, no se incluyan resultados extraordinarios y las necesidades de activo circulante sólo comprendan activos y pasivos circulantes de explotación. De ello se deduce, por tanto, que, en determinadas circunstancias, la tesorería generada en un ejercicio puede ser indicativa de la creación de valor en ese período. Por otro lado, en el caso de que la tesorería objetivo presupuestada coincida con el dividendo a repartir y no existan desequilibrios presupuestarios, el $FCL_{\text{accionistas}}$ será igual al dividendo y, por consiguiente, a la tesorería

objetivo.¹² De nuevo, la tesorería previsional podría ser indicativa de la que potencialmente pueden recibir los accionistas.

- 4) No existe una única medida universal, una receta generalizable, que pueda explicar suficientemente el complejo entramado del valor que forman la empresa y su entorno. Las particularidades de cada país, sector, empresa o la fase de evolución de una compañía pueden justificar la inclinación hacia unos determinados instrumentos de medida de creación de valor u otros. Lo importante es conocer el contexto del problema que se quiere solucionar o la realidad empresarial que se desea medir. Una vez identificados, habrá que proponer las medidas más apropiadas y ajustadas a los objetivos que se pretende alcanzar. Por ello, creemos que la toma de decisiones empresariales debe ser guiada por el conjunto de los indicadores más correlacionados con los objetivos pretendidos en el seno de una organización.

Los indicadores o parámetros que conceptualmente expresan o se aproximan con mayor claridad a la creación de valor son: el $FCL_{\text{accionistas}}$, precio o cotización, PER, Precio/Valor Contable –todos ellos analizados en un artículo publicado en el número anterior de esta revista-, MVA, CFROI, RTA y VCA. Las razones para proponer estas medidas se apoyan, por una parte, en la proximidad conceptual a la liquidez potencial o valor creado real que, con el tiempo, percibirán los accionistas –las medidas deben basarse en flujos de liquidez reales y en expectativas de crecimiento– y, en segundo lugar, en la posibilidad de aplicar tasas de descuento –que resumen el riesgo o CMPC de la empresa– para la comparación temporal de los valores obtenidos. Además, los accionistas y directivos coincidirían en la orientación que deben adoptar para conseguir crear valor y, por último, serían fácilmente aplicables. No obstante, no podemos olvidar la operatividad, potencia y capacidad explicativa de indicadores tradicionales como el VAN o TIR y la utilidad de conceptos como la rentabilidad neta o beneficio residual.

- 5) Las medidas contables e históricas, que tradicionalmente han venido sirviendo como indicadores de valor, se están viendo sustituidas por otras basadas en la evaluación del riesgo esperado, expectativas de crecimiento y resultados expresados en flujos de efectivo, que explican los determinantes fundamentales que generan e impulsan valor en la empresa.
- 6) Finalmente, algunos diseñadores de medidas de valor mantienen que “*se obtiene lo que se mide*”, por lo que pensamos que la mejor gestión

del valor consiste en formar al directivo y al empleado para comprender la naturaleza de los problemas, entender el fundamento de sus soluciones, cómo y por qué se crea valor. Así, la aplicación de políticas y decisiones empresariales sobre inversión, financiación y dividendos, basadas en una correcta planificación financiera, podría proporcionar la clave para una adecuada gestión del valor. Una vez que este procedimiento se inserta en la cultura de la organización empresarial, es el momento de introducir indicadores que midan la eficacia de las acciones realizadas. Para ello, los buenos indicadores de valor deben estar correlacionados con las decisiones empresariales que se orientan a alcanzar los objetivos planteados en el seno de una organización.

Ramón J. Ruiz Martínez
José Luis Jiménez Caballero

UNIVERSIDAD DE SEVILLA

Sevilla, Mayo 2.000

REFERENCIAS

¹ Cuando estamos en presencia de empresas no cotizadas, el valor de mercado puede obtenerse a partir del modelo de flujos de caja descontados, que fue convenientemente analizado en el artículo citado: “Antes y después del flujo descontado de fondos”.

² En ocasiones, las fuerzas generales de mercado, el denominado riesgo sistemático, pueden hacer variar al precio de un título en sentido opuesto a las actuaciones que realizan los gestores de la empresa. Ello estaría fuera del ámbito de control del directivo.

³ Es una media ponderada por los recursos utilizados, que incluye el coste exigido por los accionistas a los capitales propios –Ke-, en términos de mercado, y el coste de la deuda establecida contractualmente revisada a precios de mercado; define el riesgo al que se somete la empresa.

⁴ Esta exigencia de rentabilidad puede establecerse de forma subjetiva por parte del accionista, o bien, aplicando diversos métodos entre los que destacamos el CAPM.

⁵ Es la tasa de actualización que hace cero el VAN de un proyecto.

⁶FAUS (1999, págs.39-40)

⁷ FERNÁNDEZ, P. (1999), págs.263-266.

⁸ La AE de unos activos fijos (AF) que se amortizan en t años es:
$$AE = \frac{AF \times CMPC}{(1 + CMPC)^t - 1}$$

⁹ El flujo de caja incluye el beneficio neto, amortizaciones, gastos financieros después de impuestos, pagos de leasing operativo, y ajustes por inflación de las necesidades de capital circulante. La inversión inicial se compone de activos contables, amortización acumulada, activos de leasing, *goodwill* y ajuste por inflación, fundamentalmente.

¹⁰ En opinión de *Holt Value Associates*, promotor de este concepto.

¹¹ Analizado en Ruiz Martínez, R.J. y Jiménez Caballero, J.L. (2000).

¹² Para una mejor comprensión puede consultarse Ruiz Martínez, R.J. y Jiménez Naharro, F. (1999a) y (1999b).

BIBLIOGRAFÍA

- AMAT, O.(1999): *EVA: Valor Añadido Económico. Un nuevo enfoque para optimizar la gestión, motivar y crear valor*. Ediciones Gestión 2000. Barcelona.
- BARFIELD, R. (1998): “*The true test of performance*”. *The Banker*. London.
- BLAIR, A. (1997): “*Watching the new metrics*”. *Management Today*. London.
- BLACK, A., WRIGHT Y BACHMAN, J.E.(1999): *En busca del valor para el accionista*, Pricewaterhouse-coopers.
- BREWER, P. & CHANDRA, G.(1999): “*Economic Value Added (EVA): Its uses and limitations*. *S.A.M. Advanced Management Journal*. Cincinnati. Spring.
- CINCO DÍAS (1999): *Guía de valoración de empresas: creación de valor para el accionista*. Pricewaterhouse-coopers.
- DAVIDSON, S. (1999): “*Community banks and EVA*”. *America’s Community Banker*. Washington.
- DODD, J.L. Y JOHNS, J.(1999): “*EVA reconsidered*”. *Business and Economic Review*. Columbia.
- EGUIDAZU, S. (1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Gestión 2000. Barcelona.
- FAUS, J.(1999): “*Gestión basada en el valor: EVA frente a ECA*”, *Finanzas & Contabilidad*. Harvard Deusto, nº32, noviembre-diciembre.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*. Gestión 2000. Barcelona.
- (2000): *La creación de valor para los accionistas*. Gestión 2000. Barcelona.
- FILIPPELLO, N. (1999): “*The evolution of restructuring: seizing change to create value*”. *Business Economics*. Washington.
- HALE, J.(1998): “*Strategic rewards: keeping your best talent from walking out the door*”. *Compensation & Benefits Management*. Greenvale.
- HERZBERG, M.M.(1998): “*Implementing EBO/EVA analysis in stock selection*”. *Journal of Investing*, New York.
- HILTON, A. (1999): “*Weighing up the cats*”. *Management Today*. London.

[Http:// www.estern.nyu.edu/~ adamodar/](http://www.estern.nyu.edu/~adamodar/)

-
- IRIMIA, A.I. Y PALACÍN, M.A. (2000): “La creación de valor al accionista: algo más que una moda”. Jornadas luso-españolas. Algarve.
- LAMOTHE, P.(1999): Gestión de carteras de acciones internacionales. Ediciones Pirámide. Madrid.
- LISA, E. (1997): “*Is EVA for everyone?*”. *Oil & Gas Investor*. Denver.
- MADDEN, B.J.(1998): “*The CFROI valuation model*”. *Journal of Investing*. New York.
- MARTÍN MARÍN, J.L. Y RUIZ MARTÍNEZ, R.J. (1992): *El inversor y el patrimonio financiero*. Ariel Economía. Barcelona.
- McCLENAHEN, J.S.(1998): “*Accounting for change*”. *Industry Week*. Cleveland.
- NICHOLS, P. (1998): “*Unlocking shareholder value*”. *Management Accounting*. London.
- PRESSLY, T.R. (1999): “*EVA: The Real Key to Creating Wealth*”. *Ohio CPA Journal*. Columbus.
- RAWLEY, T. Y MARTIN, L. (1985): “*Linking Corporate Return Measures to Stock Prices*”, Molt Plannig Associates St. Charles, Illinois, en BLACK, A., WRIGHT Y BACHMAN, J.E.(1999): *En busca del valor para el accionista*, Pricewaterhouse-coopers, págs. 61-62.
- REVISTA INVERSIÓN Y CAPITAL (2000): “El dividendo”. N°317.11 de febrero, pág.26.
- RUIZ MARTÍNEZ, R.J. y JIMÉNEZ NAHARRO, F. (1999a): “¿Qué nos dejó el viejo Análisis Fundamental?”, Boletín de Estudios Económicos Deusto, Vol. LIV, abril.
- (1999b): “Antes y después del flujo descontado de fondos”, Banca&Finanzas, octubre.
- RUIZ MARTÍNEZ, R.J. Y JIMÉNEZ CABALLERO, J.L. (2000): “Indicadores clásicos de creación de valor”, Banca y Finanzas, septiembre.
- SHIELY, J.S.(1996): “*Is the value management the answer?*”. *Chief Executive*, New York.
- Strategic Finance (1998): “Perspectives on the performance measures”. Montvale.