

El objetivo financiero empresarial en las últimas décadas: de la maximización del beneficio a la creación de valor para el accionista

Autor: Ignacio Cervera Conte

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Pontificia Comillas

Resumen

El objetivo clásico de la maximización del beneficio fue sustituido con fuerza por la creación de valor para el accionista en las últimas décadas, aunque no exento de críticas. Si bien existe un acuerdo en su concepto no existe el mismo acuerdo con respecto a su medición. Algunos medidores del valor creado otorgan gran peso a las cifras históricas contenidas en los estados financieros de las empresas. Aunque luego se incluyan ajustes de acuerdo a la valoración del mercado, a estos medidores se les acusa de ser financieramente poco fiables para estimar el futuro de los beneficios. Otros medidores, aquellos que valoran los resultados de las empresas desde los mercados en los que cotizan, otorgan gran peso a las expectativas de los inversores. Estos medidores tienen el inconveniente de que la valoración de los resultados puede estar infra o sobrevalorado, dependiendo del contexto bursátil. A pesar de la baja correlación que en general existe entre unos y otros medidores, recientes investigaciones apuntan a una complementariedad en el uso de los mismos.

Palabras claves: creación de valor del accionista, métricas de la creación de valor, rentabilidad de los accionistas.

I. Introducción

El objeto de este artículo lo constituye la transformación que ha tenido lugar en el objetivo de la empresa en las últimas décadas con motivo de los cambios que ha experimentado el contexto financiero en el que se haya inserta la misma. Se puede describir esa transformación como el paso de la maximización del beneficio a la creación de valor para el accionista.

De la mano de Alfred Rappaport (1986), en las próximas páginas se procede a un análisis de la crisis que se produce en el objetivo clásico empresarial de la maximización del beneficio.

A continuación se explica el significado del objetivo de la creación de valor y los indicadores (que algunos han denominado ‘clásicos’, por ser los primeros en aparecer en la gestión empresarial) que pretenden medir la creación de valor. Estos indicadores son diversos, basados en diferentes presupuestos, llegan a cifras distintas y, guardando alguna relación de equivalencia entre ellos, apenas guardan correlación entre ellos ni en sus importes totales ni en sus signos.

Esta falta de consenso que tiene lugar en los indicadores delata unas limitaciones que han de ser tenidas en cuenta y que cuestionan la eficacia de dichos parámetros para medir la creación de valor.

Vistas estas limitaciones, se analiza la creación de valor para el accionista propuesta por los críticos a los indicadores clásicos de creación de valor. Esta propuesta otorga un gran peso al mercado en la creación de valor para el accionista. Por eso, algunas voces críticas avisan que asumida esta formulación como objetivo empresarial la incidencia de la gestión empresarial en el mismo se vuelve dudosa así como la sostenibilidad en el tiempo de dicho objetivo.

No obstante no se puede perder de vista la importancia de este indicador así como su complementariedad con el resto de los indicadores de la creación de valor.

II. De la maximización del beneficio a la creación de valor para el accionista

Hasta bien entrada la década de los ochenta, la literatura económico-financiera recogía como objetivo primordial de una empresa la maximización del beneficio económico de su actividad o actividades.

A mediados de los años 80 aparece el libro de Alfred Rappaport (1986), *Creating Shareholder Value*, donde se pone en duda este objetivo; aunque ya lo puso en duda en un artículo publicado unos años antes (Rappaport, 1981). Su autor comienza cuestionando este objetivo: la inflación y el desfase en la productividad puede conducir a que incrementos del beneficio por acción no necesariamente conlleven mayores rentabilidades para los accionistas, lo que no se traduciría en un aumento del precio de las acciones en el mercado. Hecho éste que comprometería la financiación futura de la empresa. Luego la maximización del beneficio no

necesariamente aseguraría la supervivencia o la continuidad de la empresa en el tiempo.

Rappaport (1986), tras plantearse si los beneficios pueden conducir a un cambio en el valor presente de una empresa, encuentra una respuesta negativa por las siguientes razones: 1ª Distintos criterios contables de valoración pueden conducir a distintos importes del beneficio; 2ª los beneficios no incorporan la información del riesgo incurrido para su obtención ni tampoco incorporan la información acerca de las necesidades de capital circulante y de capital fijo de la compañía en un período determinado; 3ª el objetivo de la maximización de los beneficios no incorpora adecuadamente la política de los dividendos; 4ª el objetivo de la maximización de los beneficios ignora el valor del dinero en el tiempo al otorgar el mismo valor al dólar de un año para otro.

Una primera derivación de la insuficiencia del objetivo de la maximización de los beneficios lo encuentra Rappaport en el uso del ROI (*Return on Investment*) para la asignación de recursos en futuras inversiones. En virtud del objetivo de la maximización de los beneficios, los gestores de una compañía invertirán en aquellos proyectos donde el ROI sea superior al coste de capital. Sin embargo, Rappaport sostiene que comparar el ROI (magnitud contable) con el coste de capital (magnitud económica demandada por los inversores de la compañía) es “un claro ejemplo de comparación de manzanas con naranjas” (Rappaport, 1986: 29).

Siguiendo los argumentos que Ezra Salomon expone en su artículo “*Return of Investment: the relation of Book-yield to True-yield*” (citado en Rappaport, 1986: 33), Rappaport expone los casos donde el ROI sobrestima el valor económico de la rentabilidad de una inversión: mientras mayor sea la duración del proyecto de inversión, mayor será dicha sobrestimación; mientras más alta sea la tasa de depreciación de los activos con respecto a una tendencia lineal, mayor será la sobrestimación; mientras mayor sea el desfase entre los flujos de salida de una inversión y su recuperación con flujos de entradas, mayor será la sobrestimación.

Pero el ROI también puede subestimar la rentabilidad económica de un proyecto de inversión: mientras mayor sea la tasa de crecimiento de las inversiones de una compañía, más tiende el ROI a subestimar la rentabilidad económica del proyecto al estar incluyendo en su cómputo las grandes inversiones realizadas recientemente. En la vida de un proyecto de inversión, el ROI tiende a subestimar la rentabilidad económica del mismo en sus fases iniciales y, por el contrario, tiende a sobrestimar su rentabilidad económica en las fases finales. Además, el ROI tiende a no tomar en consideración el valor residual de la inversión. Por tanto, el uso del ROI como medida para evaluar estrategias y desempeños de las unidades de negocio puede conducir a malas asignaciones de recursos. Lo que se ha dicho del ROI se dice de otra medida de eficiencia como es el ROA (*Return on Assets*).

Una segunda insuficiencia del objetivo de la maximización del beneficio se encuentra en el uso del ROE (*Return on Equity*). Mientras que el ROI es utilizado a

nivel de la unidad de negocio o de división, el ROE es utilizado a nivel corporativo. El ROE comparte los mismos defectos que el ROI; pero el ROE es particularmente sensible al apalancamiento financiero. Asumiendo que el importe de la deuda de una compañía sea utilizado en un proyecto de inversión que ofrezca una rentabilidad mayor que el coste de la deuda, se puede dar el caso de que un aumento de la deuda conduzca a un aumento del ROE y, al mismo tiempo, a una caída de los precios de mercado de las acciones, al percibir los inversores mayor riesgo del que están dispuesto a asumir para la rentabilidad obtenida.

En la argumentación de Rappaport subyace el presupuesto de que los inversores miden la rentabilidad de sus proyectos con criterios basados en los flujos de caja generados por dichas inversiones y descontados al tiempo presente, mientras que, desde el objetivo de máximo beneficio, los gestores hacen lo propio a partir de criterios basados fundamentalmente en el principio contable del devengo. Luego decisiones basadas en estos últimos criterios difícilmente tendrá incidencia en el precio de mercado de las acciones (formado principalmente por quienes basan sus decisiones en criterios de flujos de caja) y, por tanto, dificultarán el acceso a futuras fuentes de financiación necesarias para el desarrollo de la empresa.

Por todo ello desde un principio Rappaport (1986) propone la creación de valor para el accionista como el criterio con el que se debe juzgar las actividades empresariales.

III. El objetivo de la creación de valor para el accionista hoy

El paso del objetivo clásico de maximización del beneficio al objetivo de la creación de valor para el accionista no ha sido un mero cambio fruto de una moda pasajera. López-Barajas (1998) señala con acierto varios hechos del contexto que han favorecido la extensión de este movimiento que propone la creación de valor como objetivo de la empresa: a) la globalización de los mercados de capitales y el consecuente aumento de la competencia entre las compañías para captar recursos financieros y b) la concentración del capital en manos de inversores institucionales tales como fondos de inversión y planes de pensiones que buscan oportunidades de inversión.

En lo sucesivo, las decisiones de los gestores empresariales no pueden perder de vista el precio que el mercado otorga a las acciones de sus empresas, so pena de minar sus accesos a los mercados de capitales en busca de nuevos recursos financieros. El objetivo de la empresa la creación del valor para el accionista ayuda bien a esta tarea.

Un factor importante que aparece con este objetivo es la expectativa del inversor. Algunos han formulado este objetivo como la maximización del valor para el accionista, pero otros (Fernández, 2002) en la explicación de los componentes del valor creado puntualizarán que la maximización es condición necesaria pero no suficiente

para que se de la creación del valor para el accionista: se puede estar maximizando el valor para los accionistas, pero si éste no supera el valor exigido (y esperado) por ellos, no habrán creado valor por mucho que éste haya aumentado.

Se hablará entonces de creación de valor de una empresa cuando sus beneficios no sólo superen el coste de los recursos propios y ajenos utilizados para obtener esas ganancias, sino que sean mayores de lo esperado. La formulación puede parecer clara; sin embargo su traducción a cifras numéricas ha sido y sigue siendo objeto de muchas discusiones. Además, se ha cuestionado y se sigue cuestionando si se trata de la creación de valor de la empresa o para el accionista. La tendencia actual ha sido concretar el objetivo de la creación de valor en la “creación de valor para los accionistas” de la empresa.

Para medir esta creación de valor se han propuesto una serie de indicadores como son el BE (*Beneficio Económico*), el EVA[®] (*Economic Value Added*)¹, el MVA (*Market Value Added*) y el CVA (*Cash Value Added*). Se remite a los trabajos elaborados por los profesores Fernández (2008) y Boal (2005a) para la descripción y significado de cada uno de ellos. Se remite asimismo al trabajo del profesor Fernández (2008) para el estudio de las relaciones matemáticas entre los distintos medidores de la creación de valor. No obstante y siguiendo a estos autores, en el Anexo A se ofrece una descripción general de estos indicadores y en el Anexo B se ofrece la relación de equivalencia que se dan entre ellos.

Boal (2005b) ofrece un contraste empírico que busca descubrir si existe relación entre los diferentes indicadores de valor, realizando un análisis de la conexión entre todos ellos a partir del coeficiente lineal de Pearson, el de Spearman y la τ de Kendall, y sobre una muestra de 10 empresas españolas cotizadas en el período 1993-2001.

En las consideraciones finales de su estudio, Boal (2005b) concluye que “las relaciones de dependencia entre los diferentes indicadores de creación de valor dentro de un mismo grupo (empresarial) no se mantienen de forma generalizada en el tiempo ni en el espacio, habiéndose encontrado tanto evidencia a favor como en contra y verificándose, por tanto, las conclusiones a las que habíamos llegado con la observación de los resultados obtenidos por los diferentes indicadores. Por ello, puede concluirse que no es posible establecer un patrón de comportamiento por entidades, ni siquiera en función del tiempo, a pesar de que se supone deberían dar lugar al mismo diagnóstico en cuanto a creación de valor”.

Como puede verse, a pesar de que existe un consenso en la definición de la creación de valor, no parece que exista el mismo consenso con un indicador que recoja su medida. Resulta difícil, por tanto, otorgar validez absoluta en su medición del valor creado en una compañía a un indicador concreto de los presentados, dada la diversidad de la naturaleza de las cifras que intervienen en su obtención. Esta diver-

¹ Propuesto por la consultora Stern Stewart & Co.

sidad de la naturaleza de las cifras utilizadas conduce obviamente a distintos resultados.

No pocos autores, ahondando en esta diversidad de resultados, han encontrado serias limitaciones a estos indicadores:

1º El BE cuenta con la limitación del propio ROE. Si se compara el ROE con la rentabilidad exigida por el accionista, la comparación no es homogénea, porque el ROE no es la rentabilidad del accionista (Boal, 2005a; Fernández, 2002; Fernández, 2008).

2º Con respecto al MVA, algunos autores (Fernández, 2008; Boal, 2005a) señalan que este indicador sólo mide la creación de valor en el período en que se crea la empresa, porque el valor contable en este período equivale al desembolso inicial de una cadena de flujos que va a ir teniendo lugar en la vida de la empresa. Para Pablo Fernández (2008), tratándose de empresas en activo creadas con anterioridad, “no tiene nada que ver la creación de valor con la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable”.

3º En cuanto al EVA[®], a pesar del entusiasmo con que la consultora Stern Stewart and Co. defiende este indicador del valor, el mismo adolece de una serie de inconvenientes:

- No obstante los ajustes realizados en su formulación básica, el EVA[®] no termina de incorporar algo que es sumamente importante para hablar de la creación de valor: las expectativas empresariales y sus variaciones.
- Vélez-Pareja (2001) menciona que “el EVA[®] subestima la creación de valor, debido, entre otras cosas, a que siempre parte de un capital o total de activos que nunca sufre un proceso de recuperación a través de la generación de flujos de caja”.
- Incluso como un esquema de incentivos también adolece de un defecto: no todos pueden controlar el nivel del coste medio ponderado del capital: el gerente podrá controlar la estructura de capital de la empresa, pero variables exógenas que afectan a dicho coste (inflación, tipos de interés y otras) escapan al control del gestor (Vélez-Pareja, 2001).
- Aún más: al depender el EVA[®] de cifras que atienden a criterios contables, como la depreciación de activos, variaciones en los cálculos de la depreciación conducen a EVAs[®] distintos (Vélez-Pareja, 2001).
- A pesar de la correlación que algunos atribuyen al EVA[®] (O’Byrne, 1996), Biddle et al (1997) y Chen y Dodds (1997) demuestran que dicha correlación no es tan elevada.

4º El CVA comparte la mayoría de las limitaciones del EVA[®]. Como ya se ha dicho con respecto al EVA[®], al estar basado en datos contables (aunque el CVA se aleja más de ellos que el EVA[®]), recogen datos históricos e ignoran

las expectativas en términos de flujos de caja y de riesgo de la empresa (Fernández, 2002). El propio Boston Consulting Group reconoce que el CVA (al igual que el EVA[®]) ignora los *cash flows* producidos por la actividad de la empresa (Fernández, 2008).

Por consiguiente, estos indicadores no miden adecuadamente la creación de valor para el accionista al utilizar en sus cálculos datos contables, es decir, datos que son históricos y que no recogen las expectativas empresariales.

Sin embargo, éstos resultan relevantes en la gestión empresarial (Fernández, 2008) ya que tienen en cuenta no sólo el beneficio sino el coste de los recursos utilizados para la obtención de dicho beneficio. Consecuencia de ello, sirven para valorar el desempeño de un directivo y para el establecimiento de sus incentivos.

Algunos autores al demostrar que estos indicadores no miden la creación de valor para el accionista (Fernández, 2008; Boal, 2005a), proponen otro indicador que por simplificación se denominará aquí SVC (*Shareholder Value Creation*) y que se analizará a continuación.

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas supera a la rentabilidad exigida a las acciones. Es decir:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - \text{Rentabilidad exigida a las acciones}).$$

Siendo:

$$\text{Rentabilidad exigida a las acciones} = \text{Rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo} + \text{prima de riesgo de la empresa}.$$

Como la rentabilidad para los accionistas es igual al aumento de valor dividido por la capitalización, la creación de valor también puede calcularse del siguiente modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} - (\text{Capitalización} \times \text{Rentabilidad exigida a las acciones}).$$

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de las expectativas, que se reflejan en la rentabilidad exigida por los accionistas.

El parámetro es intuitivo y claro en la medición del exceso (o defecto) de la rentabilidad del accionista sobre la rentabilidad exigida por el mismo. Exceso que denominan “valor creado”.

IV. Voces críticas

Este objetivo, formulado de esta manera, no está exento de críticas tanto positivas, por su capacidad para estimular la creación de riqueza, como negativas, por exagerar las ganancias de los accionistas y de sus gestores (Pérez-Carballo, 2007).

A esto se añade el problema de su sostenibilidad: “Cuanto mayor es el valor creado mayor es la dificultad de crearlo en el futuro porque el valor se crea sobre una situación de partida y exige superarla. Si se eleva progresivamente dicha situación, el listón a batir para crear valor será cada vez más alto. La situación puede ser análoga a la de un automóvil que tuviese que aumentar continuamente su velocidad” (Pérez-Carballo, 2007: 119). Esta objeción explica muy bien la tendencia de los gestores a tomar decisiones que tengan una incidencia inmediata (aunque poco duradera) en la cotización bursátil de sus acciones.

En épocas de grandes turbulencias y de grandes burbujas bursátiles, ¿puede ser la creación de valor del accionista un objetivo fiable? Ciertamente no. Pero como señala Pérez-Carballo (2007), a la larga existe una reversión a la media y ello aconseja medir el valor creado en periodos más largos.

Por consiguiente surge de nuevo la cuestión: ¿Debe ser la creación de valor del accionista el objetivo del gestor o directivo de la empresa? Recientemente han aparecido en el *Financial Times* (12/03/09) las declaraciones de quien defendió hace un cuarto de siglo el énfasis en el valor de los accionistas, Jack Welch. En estas declaraciones, el antiguo CEO de General Electric lanzó la siguiente objeción²:

“On the face of it, shareholder value is the dumbest idea in the world” afirmó. *“Shareholder value is a result, not a strategy... Your main constituencies are your employees, your customers and your products.”*

El papel predominante del mercado en la determinación del valor creado ha empezado a lanzar la sospecha de si es realmente éste o la empresa la que crea valor para el accionista, especialmente cuando las turbulencias del mercado otorgan a la empresa un valor que parece alejado de sus fundamentales. Por eso, otros como Robert Grant, aseguran en la misma publicación (18/03/09) que no es la empresa la que crea valor a los accionistas:

Clearly terrible things have been done in the name of shareholder value maximisation (though nothing like as terrible as the horrors perpetrated in the name of God). You are right when you argue that “the theory confuses cause and effect”. But let me try to be less cryptic: companies do not create shareholder value; only the stock market does that. So, should the focus of companies be creating the stream of profits the expectations of which are capitalised by the stock market? Well, not quite: profits are determined ex post by accoun-

² Aunque algunos dicen que ha cambiado de idea con respecto a su pensamiento en 1981, sin embargo ha matizado que con ello no ha cambiado de opinión, sino que ha situado el valor de los accionistas como resultado y no como estrategia: “aumentar el valor de la compañía tanto a corto como a largo plazo es un resultado de la implementación de estrategias exitosas. Siempre creí en eso, y siempre dije que creía en eso” (El Economista 27/03/09).

tants after assembling records of revenues and costs. What shareholder value maximisation should mean for companies is managing the activities that ultimately create shareholder value: developing new products, converting inputs into outputs, and marketing those outputs.

V. Conclusión: La complementariedad entre los indicadores propuestos

Sin embargo, esto no significa volver al objetivo clásico de la maximización del beneficio ya que la creación de valor del accionista (aunque aquí habla de la maximización de dicho valor y, como ya se ha apuntado, la creación de valor se refiere a maximizar el valor del accionista por encima del valor esperado o exigido por el mismo) aporta una serie de ventajas para la empresa:

So, might long-run profit maximisation be a better performance goal for the company? No, shareholder value maximisation has two key advantages: first, it allows companies to compare the value of profits in different time periods; second, it encourages companies to take account of the value of real options as well as the value of profits.

En otro lugar, Grant distingue entre objetivo (“goal of the firm”) y propósito (“business purpose”) para situar la creación de valor para el accionista:

*Shareholder value creation should be the primary goal of the firm, the basic criterion for decisions, and means by which management keeps score of performance, but is not a substitute for business purpose. Evidence shows that the most successful long-term builders of shareholder value are companies with a clear sense of purpose. Shareholder value is inadequate as a purpose for the firm partly because it fails to inspire and partly because it fails to offer strategic direction.*³

Vaya por delante el hecho de que no hay que olvidar que este objetivo de la creación del valor para el accionista pertenece a un conjunto más amplio de objetivos de tipo más cualitativo como el bienestar social que la empresa aporta a la comunidad y la protección del medio ambiente. A la responsabilidad empresarial de crear riqueza le acompaña la responsabilidad social (Pérez-Carballo, 2007).

En un reciente trabajo (Cervera, 2010) se ha presentado evidencia empírica acerca de la posibilidad de complementar algunos de estos indicadores aquí presentados. Los indicadores de la creación de valor que se han presentado en el trabajo (BE, EVA[®], CVA, MVA) reflejan más la creación de riqueza de la compañía que del valor para sus accionistas. Estos indicadores son útiles para la medida de la gestión empresarial. Sin embargo deben ser acompañados por el indicador de la Creación de Valor para el Accionista, porque da información de qué valor otorga el mercado a dichos resultados.

La conveniencia es clara: Los indicadores clásicos miden el desempeño de la actividad empresarial desde los análisis fundamentales (medición *desde dentro*) mientras

³ Puede encontrarse el texto completo en <http://www.viasarfatti25.unibocconi.eu/notizia.php?idArt=2131> con acceso el 22/04/09

que el indicador alternativo de la creación de valor para el accionista presentados por algunos autores refleja el valor otorgado por el mercado a dicha actividad (medición *desde fuera*). Medir únicamente el valor creado desde el interior de la empresa puede despertar la sospecha de la manipulación de unos estados financieros que no reflejen adecuadamente la situación de la empresa, como ha ocurrido en escándalos como el protagonizado por la compañía Enron. Medir únicamente el valor creado desde el mercado puede despertar la sospecha de si el mercado está sobrevalorando (o infravalorando) la actividad de la empresa al apartarse demasiado de sus fundamentales, como ocurre cuando tienen lugar las llamadas “burbujas” financieras.

La cuestión que surge entonces es la siguiente: ¿Cómo se concilian, por un lado, la gestión empresarial medida por los indicadores denominados “clásicos” que utilizan los datos de los estados financieros y, por el otro, el indicador de la creación de valor del accionista que guarda poca relación con los datos contables? La respuesta a esta pregunta justifica futuras líneas futuras de investigación en este sentido, en la línea de lo que ha venido haciendo Boston Consulting Group (2000) con el CVA y el TSR (*Total Shareholder Return*), indicador éste que recoge la rentabilidad del accionista (una de las componentes del SVC), compuesta por los dividendos y pagos que recibe y de la apreciación del precio bursátil de las acciones. Pero quienes más están trabajando en esta línea son los profesores y consultores Copeland y Dolgoff (2005), que se encuentran desarrollando un sistema que incorpora las expectativas a la gestión empresarial. Sus trabajos serán objeto de atención.

Bibliografía

- Becerra Olmos, Martín (1999), “Cómo medir el valor para el accionista”, *Estrategia financiera*, 153: 30-35.
- Biddle, Gary C., Robert M. Bowen y James S. Wallace, (1997), “Does EVA[®] beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values”, *Journal of Accounting and Economics*, 24: 301-336.
- Boal Velasco, Nohemí (2005a), “Análisis de los indicadores de creación de valor (I)”, *Estrategia financiera*, 220: 30-41.
- _____ (2005b), “Análisis empírico de los indicadores de creación de valor (III)”, *Estrategia financiera*, 222: 14-29.
- Boston Consulting Group (2000), *New Perspectives on Value Creation*. Report.
- Cervera, Ignacio (2010), “La creación de valor para el accionista como objetivo financiero”, *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad* (2010):52-59
- Chen, Shimin y James L. Dodds (1997), “Usefulness of Operating Income, Residual Income, and EVA[®]: A Value-Relevance Perspective”, Working Paper, disponible el 10/07/08 en <http://www.cbpa.drake.edu/dodd/research/mbaa/article.html>.

- Copeland, Tom y Aaron Dolgoff (2005), *Outperform with Expectations-Based Management*, New Jersey: Wiley.
- Fernández, Pablo (2002), *Creación de valor para los accionistas*, Barcelona: Gestión 2000.
- _____ (2008), *Valoración de empresas*, Barcelona: Gestión 2000, 3ª Edición ampliada.
- Grant, Robert (2009), “Shareholder value maximisation must be used appropriately”, *Financial Times*, 18 de marzo.
- Guerrera, Francesco (2009), “Welch condemns share price focus”, *Financial Times*, 12 de marzo.
- López-Barajas de la Puerta, Aurelio (1998), “Creación de valor para el accionista”, *Revista Bolsa*, nº 62 (Enero):27-33.
- O’Byrne, Stephen (1996), “EVA and Market Value”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Issue 1 (Spring):116-126.
- Pérez-Carballo, Juan F. (2007), *¿Qué es crear valor para el accionista?*, Madrid: ESIC.
- Rappaport, Alfred (1981), “Selecting strategies that create shareholder value”, *Harvard Business Review*, vol. 59, Issue 3 (May-June):139-149.
- _____ (1986), *Creating Shareholder Value*, Nueva York: The Free Press.
- Stewart, G. Bennett (1991), *The Quest for Value: the EVA management guide for Senior Managers*, Nueva York: Harper Collins.
- Velez-Pareja, Ignacio (2001), “Value Creation in the Firm/La Creación de valor en la Empresa”, working paper, disponible el 10/07/08 en <http://ssrn.com/abstract=282250>.

Anexo A.

Descripción de los indicadores de la creación de valor

Beneficio Económico (BE).-

El Beneficio Económico o Beneficio Residual traduce la idea del margen del beneficio que queda una vez que se ha retribuido por completo el capital utilizado para financiar las actividades de la compañía que desembocan en dicho beneficio. Su formulación es la siguiente:

$BE = \text{Beneficio después de impuestos} - (\text{Rentabilidad exigida a las acciones} \times \text{Valor contable de las acciones}) = \text{Valor contable de las acciones} \times (\text{Rentabilidad de las acciones} - \text{Rentabilidad exigida a las acciones})$

La rentabilidad exigida es la suma del tipo de interés de los bonos del Estado a largo plazo más una cantidad que se suele denominar prima de riesgo de la empresa y que depende del riesgo de la misma. La prima de riesgo de la empresa es función del riesgo que se percibe de la empresa y, siguiendo el Capital Asset Pricing Model, se suele calcular multiplicando el parámetro beta (β) característico de la empresa por la prima de riesgo del mercado (PM).

Y se crea valor cuando se da algunas de las siguientes circunstancias:

- a) Si el beneficio después de impuestos supera el producto entre la rentabilidad exigida a las acciones y el valor contable de las acciones.
- b) Si la rentabilidad de las acciones (ROE) supera la rentabilidad exigida a las acciones.

La diferencia con el Beneficio después de impuestos es que se incorpora el coste de los recursos propios (ó rentabilidad exigida a las acciones).

Economic Value Added (EVA®).-

En 1991 comienza a aparecer el EVA® (*Economic Value Added*) como indicador de la creación de valor (Stewart, 1991). El concepto de Valor Económico Agregado es una variación del Beneficio Económico o Residual que acabamos de ver, si bien la consultora que lo propone introduce hasta 164 ajustes (en condiciones de simplificación se introducen hasta 15 ajustes). Que sea una variación no quiere decir que sea lo mismo: Pablo Fernández (2008: 428-430) muestra (y se verá corroborado en los resultados del presente trabajo de investigación) que el EVA® no es lo mismo que el BE. La formulación básica del EVA® es la siguiente:

$EVA^{\circledR} = \text{Beneficio antes de intereses después de impuestos} - (\text{Valor contable de los recursos} \times \text{Coste medio ponderado del capital}) = \text{Valor contable de los recursos} \times (\text{Rentabilidad de los activos} - \text{Coste medio ponderado del capital})$ Como se puede

observar, tanto el EVA[®] como el BE reúnen en una sola cifra la cuenta de resultados y el balance de la compañía. Además puede utilizarse tanto para medir el desempeño de una compañía como de una de sus divisiones operativas.

La idea que subyace tanto en el EVA[®] como en el BE como indicadores de la creación de valor es que resulta imposible saber si una compañía o una de sus unidades de negocios está creando valor si al final no incorpora a sus resultados el coste de los recursos propios y no únicamente el de la deuda y el riesgo asociado a los capitales utilizados. Y según esta formulación básica del EVA[®] se crea valor cuando la rentabilidad de los activos (ROA) supere el coste medio ponderado del capital (WACC).

EVA[®] es una medida interna de la compañía sobre la cual sus gestores ejercen un control (Becerra, 1999: 31). Como medida interna se ha revelado como un instrumento que ayuda a cifrar los incentivos de los gestores de la empresa por un desempeño satisfactorio. Este modelo complementa la visión interna con la externa del valor, la del mercado, que ofrece el MVA.

Market Value Added (MVA).-

Su formulación básica es:

MVA = Valor de mercado de las acciones - Valor de contable de las acciones

Sus defensores afirman que si MVA es mayor que cero tiene lugar la creación de valor. Sin embargo no hay que olvidar que el MVA es una medida acumulativa. Como se verá en sus limitaciones, para algunos sólo tiene sentido en el período inicial de la inversión (al constituirse la empresa).

Una derivación del MVA es el ratio MTB (*Market-Book Value*) cuya formulación básica es:

$$MTB_t = \frac{\text{Valor de mercado de las acciones}_t}{\text{Valor contable de las acciones}_t}$$

Y es utilizado por analistas financieros para ver la capacidad de creación de riqueza, la cual tiene lugar cuando el ratio es superior a la unidad.

Cash Value Added (CVA).-

Fue propuesto por el Boston Consulting Group como alternativa al EVA[®]. Como señala Nohemí Boal (2005a: 39), es una reconstrucción del Beneficio operativo hacia criterios de flujos de caja y una vez deducido el coste de los recursos utilizados. Es el indicador que más se aleja de la contabilidad. Su formulación básica es:

CVA = Beneficio después de impuestos + Amortización del inmovilizado material - Amortización económica - (Valor contable de la deuda + Valor contable de los recursos propios) x Coste medio ponderado del capital

Donde

$$\text{Amortización económica} = \frac{\text{Activos fijos} \times \text{Coste medio ponderado del capital}}{(1 + \text{Coste medio ponderado del capital})^{\text{Vida útil}} - 1}$$

Es decir, la amortización económica representa la anualidad que capitalizada al WACC forma el valor de los activos fijos (AF) al final de su vida útil.

Para quienes siguen este indicador, habrá creación de valor cuando el CVA sea mayor que cero. Y como en última instancia este indicador compara el CFROI con el Coste medio ponderado del capital, habrá creación de valor cuando el CFROI sea mayor que el Coste medio ponderado del capital (sin inflación).

El CFROI (*Cash Flow Return on Investment*) es la medida de rentabilidad generada por las inversiones de una empresa, según el Boston Consulting Group (1996: 33 y 45)⁴. Como bien señala Pablo Fernández, el CFROI no es más que la TIR de los flujos ajustados por inflación asociados a la inversión (Fernández, 2008: 436). Su formulación básica es:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Flujos de caja libres de la inversión}}{\text{Inversión}}$$

Donde:

- a) Flujos de caja libres = Beneficio después de impuestos + amortización + intereses después de impuestos + pagos de leasing operativo + ajustes por inflación de las Necesidades operativas de financiación
- b) Inversión = Valor contable de la inversión + Amortización acumulada + Ajuste por inflación + Capitalización de leasing operativos – Financiación espontánea – Fondo de comercio

El CFROI mide mejor lo que el ROA mide mal (Fernández, 2008: 436). Y se debe comparar con el coste medio ponderado del capital (sin inflación).

⁴ Referencia extraída de Pablo Fernández (2008), p. 436

Anexo B.**Relación de equivalencia entre los indicadores de la creación de valor**

Vistos estos indicadores hay que añadir que tanto el EVA[®] como el BE y el CVA son indicadores que no tiene mucho sentido utilizarlos para un solo ejercicio. Es decir, ni el EVA[®], ni el BE ni el CVA de un ejercicio económico concreto miden la creación de valor de dicho ejercicio. De hecho, una compañía ha podido tener pérdidas y haber experimentado un aumento de la cotización de sus acciones al estar incorporando el mercado bursátil expectativas que no se deducen de los estados financieros contables.

Existe una relación entre el MVA y los otros indicadores seleccionados. Esta relación que tiene la forma de descuento de flujos de cajas se expresa a través de las siguientes igualdades demostradas por Pablo Fernández (Fernández, 2008: 447-453):

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Beneficio económico}_t}{(1 + \text{Coste de los recursos propios})^t}$$

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Economic value added}_t}{(1 + \text{Coste medio ponderado de los recursos})^t}$$

Esta igualdad se produce si el valor contable y el valor teórico de la deuda coinciden.

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Cash value added}_t}{(1 + \text{Coste medio ponderado de los recursos})^t}.$$

Se cumple únicamente en empresas con activos fijos y necesidades operativas de financiación constantes.

Por consiguiente, el valor actual del BE, del EVA[®] y del CVA coincide con el MVA al comienzo del período, aunque estas magnitudes no son flujos, y su significado es mucho menos claro que el de los flujos de fondos. La maximización del valor actual del BE, del EVA[®] y del CVA equivale a la maximización del valor de las acciones de la empresa. Si ese valor máximo es superior al valor esperado o exigido a las acciones, entonces se da la creación de valor, según la definición ofrecida más atrás. Sin embargo, la maximización del BE, del EVA[®] y del CVA de cada período no equivale a la maximización del valor de las acciones de la empresa (Fernández, 2008: 445), de hecho pueden tener tendencias opuestas.

En cuanto al MVA, en su relación con los otros indicadores, sólo tiene sentido económico en el ejercicio inicial de un período de varios años (Fernández, 2008: 445).

