

CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA

Artemio Milla Gutiérrez

CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA



Madrid - Buenos Aires - México, D.F. - Bogotá

ÍNDICE

NOTA DEL AUTOR	XV
PRESENTACIÓN	XVII
PRÓLOGO	XIX
CAPÍTULO 1. LA GESTIÓN ORIENTADA AL VALOR	1
1. LA GESTIÓN ORIENTADA AL VALOR	1
1.1. Introducción	1
1.2. El concepto de gestión orientada al valor	6
1.3. El debate sobre la filosofía de la gestión orientada al valor.....	8
2. ESTRUCTURA DEL LIBRO	10
CAPÍTULO 2. LA DOBLE PERSPECTIVA DE LA CREACIÓN DE VA- LOR PARA EL ACCIONISTA.....	13
1. INTRODUCCIÓN	13
2. LA PERSPECTIVA INTERNA	16
2.1. Los modelos de valoración de acciones.....	16
2.1.1. Modelos basados en el descuento de dividendos (DDM).....	16
2.1.2. Modelos basados en el descuento de flujos de caja libre (DFCF).	17
2.1.3. Modelos basados en el descuento de la renta residual (RIM) o los resultados anormales (AR)	21
2.1.3.1. <i>Introducción</i>	21

2.1.3.2. <i>Los modelos de valoración de Ohlson (1990, 1995) y Feltham y Ohlson (1995)</i>	21
2.1.3.3. <i>El modelo de valoración de Edwards-Bell-Ohlson (EBO)</i>	23
2.2. La vida de los activos y el valor terminal	24
3. LA PERSPECTIVA EXTERNA	27
3.1. Introducción	27
3.2. La teoría de la eficiencia de los mercados de capitales.....	27
3.3. El valor de mercado de las acciones	32
3.4. Los modelos de determinación de Ke	33
3.4.1. El modelo <i>Risk Premium</i>	34
3.4.2. El modelo de descuento de flujos de caja	35
3.4.3. Los modelos de determinación del precio de los activos de capital.....	36
3.4.3.1. <i>El modelo CAPM</i>	36
3.4.3.2. <i>El modelo APT</i>	48
3.4.3.3. <i>El modelo TFM</i>	50
CAPÍTULO 3. LAS MEDIDAS DE CREACIÓN DE VALOR	53
1. INTRODUCCIÓN	53
2. CLASIFICACIÓN DE LAS MEDIDAS DE CREACIÓN DE VALOR	56
2.1. Medidas en función de su naturaleza	56
2.1.1. Medidas basadas en los resultados contables	56
2.1.1.1. <i>Introducción</i>	56
2.1.1.2. <i>Investigaciones empíricas de las medidas basadas en los resultados contables</i>	57
2.1.1.3. <i>Críticas a la utilización de las medidas basadas en los resultados contables</i>	67
2.1.2. Medidas basadas en la renta residual.....	69
2.1.3. Medidas basadas en los flujos de caja libre (o de las acciones)..	71
2.2. Medidas en función de la perspectiva de observación.....	71
2.2.1. Introducción	71
2.2.2. Relación entre las medidas (perspectiva externa e interna).....	72
2.3. La doble clasificación de las medidas de creación de valor.....	74
3. ANÁLISIS DE LAS MEDIDAS DE CREACIÓN DE VALOR.....	75
3.1. Medidas desde la perspectiva externa	75
3.1.1. La rentabilidad total para el accionista (TSR y RTSR)	75
3.1.1.1. <i>Introducción</i>	75

3.1.1.2. <i>El TSR (y el RTSR) como medidas de creación de valor</i>	77
3.1.2. El valor de mercado añadido (MVA[Pe])	78
3.1.2.1. <i>Introducción</i>	78
3.1.2.2. <i>El MVA[Pe] como medida de creación de valor</i>	79
3.1.2.3. <i>La vinculación del MVA[Pe] con otras medidas de creación de valor</i>	79
3.1.2.4. <i>Críticas al uso del MVA[Pe] como medida de creación de valor</i>	80
3.1.3. La riqueza creada para el accionista (SVC[Pe])	81
3.1.3.1. <i>Introducción</i>	81
3.1.3.2. <i>El SVC[Pe] como medida de creación de valor</i>	83
3.1.4. La rentabilidad anormal (AR).....	83
3.1.5. El exceso de rentabilidad (ER)	84
3.1.6. El ratio 'Q' de Tobin	85
3.1.7. El ratio MVe/E (MVe/E)	86
3.1.8. El <i>market-to-book ratio</i> (MVe/BVe)	87
3.2. Medidas desde la perspectiva interna	88
3.2.1. El beneficio económico (EP)	89
3.2.1.1. <i>Introducción</i>	89
3.2.1.2. <i>Relaciones entre EP y otras medidas de creación de valor</i>	89
3.2.2. El valor económico añadido (EVA)	90
3.2.2.1. <i>Introducción</i>	90
3.2.2.2. <i>El EVA como medida de creación de valor</i>	91
3.2.2.3. <i>Críticas al EVA como medida de creación de valor</i> ..	94
3.2.2.4. <i>Investigaciones empíricas sobre el EVA</i>	96
3.2.3. El valor de mercado añadido (MVA[Pi]).....	101
3.2.4. El valor de caja añadido (CVA)	102
3.2.4.1. El CVA según The Boston Consulting Group	102
3.2.4.2. El CVA según Ottosson y Weissenrieder	104
3.2.5. La rentabilidad total del negocio (TBR).....	106
3.2.6. La rentabilidad de la inversión en términos de caja (CFROI)..	107
3.2.7. La riqueza creada para el accionista (SVC[Pi]).....	110
3.2.8. La creación de valor para el accionista (SVC)	110
3.2.9. El valor para el accionista (SV) y el valor añadido para el accionista (SVA).....	112
CAPÍTULO 4. LOS INDUCTORES DE CREACIÓN DE VALOR.....	115
1. INTRODUCCIÓN	115
2. LOS MODELOS DE INDUCTORES DE CREACIÓN DE VALOR	117
2.1. El modelo de inductores de Fruhan	117

2.2.	La red de valor para el accionista de Rappaport	120
2.3.	El modelo de inductores de McKinsey	124
2.4.	Los modelos de inductores basados en la renta residual.....	125
2.4.1.	Introducción	125
2.4.2.	Los modelos de inductores basados en el beneficio económico.....	126
2.4.3.	Los modelos de inductores basados en el valor económico añadido	128
2.4.3.1.	<i>El modelo de Stewart</i>	128
2.4.3.2.	<i>El modelo de Sirower y O'Byrne</i>	131
2.4.3.3.	<i>El modelo de Kislingerová</i>	132
2.5.	El modelo de inductores de The Boston Consulting Group	132
2.6.	El modelo de inductores de A.T. Kearney	135
2.7.	El modelo de inductores del ratio PER	136
3.	LOS INDUCTORES FUNDAMENTALES DE CREACIÓN DE VALOR...	137
3.1.	Introducción	137
3.2.	El crecimiento	139
3.3.	La rentabilidad anormal	141
3.3.1.	Introducción.....	141
3.3.2.	La rentabilidad sobre el capital invertido	142
3.3.3.	El coste medio ponderado del capital	144
3.3.4.	Evidencia empírica de la importancia del diferencial ROIC-WACC	146
3.4.	El crecimiento y la rentabilidad anormal	148
3.5.	La sostenibilidad	150
3.5.1.	Introducción.....	150
3.5.2.	La relación entre el CAP y el valor de mercado de la compañía	152
3.5.3.	La determinación del CAP.....	153
3.5.4.	Investigaciones empíricas para la determinación del CAP.....	155
CAPÍTULO 5. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN		157
1.	INTRODUCCIÓN	157
2.	OBJETIVOS E HIPÓTESIS A CONTRASTAR.....	158
3.	SELECCIÓN DE LA MUESTRA Y DETERMINACIÓN DE LAS VARIABLES	169
3.1.	Selección de la muestra.....	169
3.2.	Determinación de las variables	171

4. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	175
4.1. Metodología	175
4.1.1. La metodología de datos de panel	175
4.1.1.1. <i>Introducción</i>	175
4.1.1.2. <i>Especificación del modelo</i>	177
4.2.1. El análisis de regresión lineal	181
4.2.1.1. <i>Planteamiento de los modelos</i>	182
4.2.1.2. <i>Desarrollo del plan de análisis</i>	192
4.2.1.3. <i>Verificación de las condiciones de aplicabilidad</i>	193
4.2.1.4. <i>Estimación de los modelos y ajuste</i>	199
CAPÍTULO 6. RESULTADOS Y CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA	201
1. VERIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES DE APLICABILIDAD Y ANÁLISIS DE RESULTADOS	201
2. RESULTADOS Y CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA	201
2.1. Conclusiones del contraste de la hipótesis 1a, 1b y 1c	201
2.2. Conclusiones del contraste de la hipótesis 2	208
2.3. Conclusiones del contraste de la hipótesis 3	210
2.4. Conclusiones del contraste de la hipótesis 4	215
3. IMPLICACIONES EN EL ÁMBITO DE LAS FINANZAS Y LA CONTABILIDAD	215
4. LIMITACIONES, RESTRICCIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	217
4.1. Limitaciones y restricciones	217
4.2. Futuras líneas de investigación	219
APÉNDICES	
Apéndice 1: Verificación de las condiciones de aplicabilidad	223
Apéndice 2: Análisis de resultados	235
LISTA DE ABREVIATURAS	295
ÍNDICE DE FIGURAS	299
ÍNDICE DE TABLAS	301
BIBLIOGRAFÍA	305

NOTA DEL AUTOR

Este libro ha tomado como base para su realización mi tesis doctoral *Creación de Valor para el Accionista: Aproximación Conceptual y Evidencia Empírica*. En este libro he tratado de plasmar lo más relevante de mi tesis con el fin de que, sobre todo, sea un libro práctico y útil para los profesionales e investigadores de la materia que trata. También he tratado de descargar, en la medida de lo posible, el gran número de citas que en toda tesis doctoral es necesario documentar, aunque en aras del rigor y de la honestidad investigadora, no ha sido posible eliminar muchas de ellas.

La parte relativa a la investigación empírica sobre exposición teórica de las técnicas y modelos seleccionados para conducir la investigación y los resultados obtenidos de la aplicación de dichas técnicas se presentan en apéndices, con el fin de no distraer al lector de lo que consideramos realmente importante, a la par que permitirá un análisis exhaustivo de estos temas a aquellos lectores expertos que deseen una mayor profundización, ya que su contenido econométrico es elevado.

Las tablas que he construido a partir de las bases de datos analizadas (Worldscope) y he utilizado en mi investigación empírica están disponibles, bajo petición (amilla@altair-consultores.com), a todos aquellos lectores interesados que deseen utilizarlas como base para otras investigaciones o para contrastar los resultados obtenidos. Únicamente en caso de utilizarlas se solicita la mención, como fuente, del autor original de las mismas.

PRESENTACIÓN

Es para mí un auténtico placer presentar este libro, porque en el mismo concurren diversas circunstancias que me llenan de satisfacción. En primer lugar, la base del libro la constituye la tesis doctoral del autor, que bajo el título *La creación de valor para el accionista. Aproximación conceptual y análisis empírico*, tuve el honor de dirigir, además de ser tutor y director de su proyecto de investigación. Por tanto, he acompañado al autor durante todo su doctorado, como resultado del cual, además de haberse elaborado una excelente tesis doctoral, que me llena de orgullo, ha surgido una sólida y sincera amistad con el mismo, construida a lo largo de estos años, que nos han permitido trabajar conjuntamente y, sobre todo, apreciar la dedicación, entrega e ilusión que el autor ha sabido poner en las diversas fases del proceso.

En segundo lugar, considero que este libro va a permitir que muchos lectores interesados en el tema que desarrolla tengan acceso a un excelente trabajo, que contribuye de forma notable al conocimiento del concepto de creación de valor para el accionista, tanto en empresas cotizadas como no cotizadas, y a su medición. El sólido análisis empírico que completa esta obra se ha realizado aplicando modernas técnicas econométricas, que dotan de gran robustez a los resultados obtenidos. La amplitud de la muestra seleccionada (todas las compañías no financieras cotizadas incluidas en el SIBE) y el horizonte temporal contemplado (1996-2005) dan muestra, entre otros aspectos, de la profundidad del trabajo realizado.

Por otra parte, el libro que ahora se presenta viene a llenar un hueco importante en el análisis de los mercados de capitales en nuestro país y, en especial, en aquellos aspectos relacionados con la relevancia de la información contable, ya que hasta la fecha los trabajos existentes se habían centrado fundamentalmente en el análisis de la relevancia de la información contable con respecto al valor de mercado de las acciones, pero no en relación con la creación de valor para el accionista, y tampoco se planteaban un análisis con la amplitud y el horizonte temporal aquí considerados.

Así, en este libro se ha estudiado la relación entre:

- a) Medidas tradicionales de los resultados, basadas en magnitudes contables, tales como el beneficio después de impuestos, los resultados operativos

y el flujo de caja de las operaciones, basadas en la renta residual de las empresas (beneficio económico) y medidas basadas en los flujos de caja (flujos de caja libre), con respecto a,

- b) Medidas de valor producidas por los mercados, como el valor de mercado de las acciones, el valor de mercado añadido, la rentabilidad total de las acciones y la creación de valor para el accionista.

También se han analizado con amplitud los denominados inductores de creación de valor y, en especial, aquéllos vinculados con el crecimiento (del capital invertido y de la cifra de negocios) y la rentabilidad (rentabilidad diferencial o anormal, expresada en términos del diferencial ROIC-WACC). Del mismo modo, se ha estudiado su vinculación con las medidas de mercado antes citadas, habiéndose contrastado hipótesis hasta la fecha inéditas en nuestro país, como, por ejemplo, la existencia de alguna relación entre el crecimiento del capital invertido, la cifra de ventas y la rentabilidad diferencial (ROIC-WACC), por una parte, y la creación de valor para el accionista, por otra, o la verificación de si aquellas compañías que sistemáticamente presentan un diferencial ROIC-WACC > 0 también crean valor para el accionista de manera sistemática.

Por último, y no menos importante, hay que resaltar las circunstancias y el contexto en los que el autor desarrolló su tesis doctoral, base del libro que ahora tiene usted en sus manos, ya que Artemio Milla no ejerce su actividad laboral principal en una universidad o instituto de investigación, como profesor o investigador; pues desarrolla su actividad profesional en el mundo de la consultoría de negocios (con especial énfasis en la estrategia y la finanzas), compatibilizándola con la docencia en diversos masters y seminarios especializados en centros de reconocido prestigio. Lo anterior es importante señalarlo, porque soy consciente del enorme esfuerzo que supuso la realización de su tesis doctoral y, por ende, de este libro, lo que pone de manifiesto su carácter, su afán de lucha y superación y su amor por el tema tratado en esta obra.

Estamos pues ante un excelente libro, que sin duda será apreciado por todos los lectores, tanto aquéllos que deseen introducirse en el tema tratado y quieran conocer con amplitud la naturaleza, concepto y medición de la creación de valor para el accionista, como los profesionales o investigadores expertos que deseen profundizar en los temas contemplados. También esperamos que el contenido de esta obra sirva de estímulo para futuras investigaciones, que continúen, completen y desarrollen el análisis que aquí se presenta, aportando nuevos puntos de vista o enfoques alternativos.

Ya para terminar, deseo agradecer al autor del libro su amabilidad al solicitar-me que realice la presentación del mismo.

DR. VICENTE MONTESINOS JULVE
CATEDRÁTICO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD
UNIVERSIDAD DE VALENCIA

PRÓLOGO

Durante los últimos años se ha prestado una importante atención al concepto de creación de valor para el accionista, a la forma de medir dicha creación y a las medidas que son útiles para establecer cuánto valor se ha creado para el accionista durante un período de tiempo determinado, tanto desde la perspectiva interna (empresa) como desde la perspectiva externa (mercado).

Precisamente, uno de los aspectos más apasionantes en el estudio de la creación de valor para el accionista es identificar medidas que vinculen la creación de valor desde la perspectiva interna y externa, a la par que dichas medidas sirven, desde la perspectiva interna, para una mejor gestión de la empresa.

Este libro contribuye a la investigación teórica y empírica desarrollada en nuestro país a estos efectos y desarrolla, con amplitud, lo descrito en los párrafos precedentes. En la parte teórica el autor ha desarrollado con amplitud el concepto de creación de valor para el accionista, la doble perspectiva de su observación (interna y externa) y su vinculación y las medidas que se utilizan para establecer su medición, habiendo cubierto con especial profundidad este apartado. Especial atención merece la parte dedicada a los denominados inductores de creación de valor (crecimiento, rentabilidad y sostenibilidad) que han sido desarrollados con amplitud y que sustentan los ejes sobre los que se construye la creación de valor.

En la parte empírica, el autor ha utilizado técnicas econométricas complejas (análisis de regresión en modelos lineales generalizados y metodología de datos de panel) y amplios horizontes de observación durante diez años, que dan a la misma una gran robustez y, por tanto, dotan a los resultados obtenidos de una elevada consistencia.

Estamos, pues, ante un libro que contribuye de forma notable a lo existente en nuestro país y que, sin duda, va a cubrir las expectativas del lector más exigente.

DR. PABLO FERNÁNDEZ
PROFESOR DEL IESE

Capítulo 1

LA GESTIÓN ORIENTADA AL VALOR

1. LA GESTIÓN ORIENTADA AL VALOR

1.1. Introducción

Durante los últimos años se ha desarrollado un interés especial por la denominada *gestión basada en el valor*, que trata de orientar la gestión de las compañías hacia la maximización de la riqueza de los accionistas y que sitúa a dicha maximización (creación de valor para el accionista) como el objetivo fundamental de la compañía.

La idea de la gestión basada en el valor no es un concepto nuevo. Ya desde la década de los años 50 del siglo xx se venía afirmando que el objetivo fundamental de una compañía es *maximizar la riqueza de los accionistas*.

Orientar la gestión de la compañía hacia la creación de valor para el accionista se ha convertido así en uno de los principales y novedosos temas de aplicación práctica en el mundo empresarial, que preocupa a los accionistas e inversores, a los analistas bursátiles y financieros, a los órganos de administración de las compañías, a los empleados, a los gestores, a los investigadores académicos y, en general, a todos aquellos interesados en el campo de las finanzas corporativas, a tenor de la amplia literatura existente al respecto y de las múltiples investigaciones realizadas.

De hecho, hay cada vez un mayor interés por parte de los accionistas en controlar los resultados de las compañías en las que invierten su dinero. Esto ha conducido a una cultura de creación de valor donde los accionistas no se conforman con invertir y esperar a obtener resultados, como en el pasado, sino que *exigen a los gestores de la empresa que maximicen el valor de sus inversiones*; lo que supone, desde esta óptica, un cambio de paradigma en las relaciones entre gestores y accionistas.

La creación de valor para el accionista es un concepto ampliamente relacionado con las más recientes teorías en el mundo de las finanzas corporativas. Así, la creación de valor para el accionista está fuertemente influenciada por la teoría de la eficiencia informacional de los mercados de capitales (EMH), la teoría de cartera, la teoría de la

determinación del precio de los activos, la teoría de opciones y la teoría de la agencia, por lo que el estudio de dicha creación de valor es, sin duda, de enorme relevancia.

Pero, *¿qué se entiende por creación de valor?*

La creación de valor para el accionista puede observarse desde una doble perspectiva: *perspectiva interna*, de la compañía, observable para todas las compañías; y *perspectiva externa*, del mercado, sólo observable en compañías cotizadas.

Desde la *perspectiva interna* se asume que se crea valor para el accionista cuando la tasa interna de retorno de los flujos de caja libre de todas las inversiones acometidas por una compañía (IRR_{FCF}) excede el coste medio ponderado del capital (WACC); es decir, se opera bajo un diferencial $IRR_{FCF} - WACC > 0$, lo que implicaría un valor actual neto ($NPV > 0$), o lo que es lo mismo, cuando la tasa interna de retorno de los flujos de caja de las acciones (IRR_{ECF}) excede la tasa de rentabilidad que se exige a las mismas (Ke); es decir cuando $IRR_{ECF} - Ke > 0$.

En consecuencia con lo anterior, *el criterio del NPV*, que ha sido utilizado desde hace mucho tiempo para la selección de proyectos de inversión *es el único adecuado para medir la creación de valor para el accionista*.

Por otra parte, para medir el valor creado para el accionista durante un período de tiempo determinado es necesario conocer el valor de las acciones al inicio y al final del período de estimación, así como otros cambios en la riqueza del accionista producidos durante dicho período, básicamente flujos de caja disponibles para las acciones y ampliaciones y reducciones de capital. El valor de dichas acciones depende únicamente de lo que esperamos que ocurra en el futuro; en definitiva, depende de las expectativas, que serán diferentes en función de cada sujeto y que están sujetas a riesgo e incertidumbre y al efecto del valor del dinero en el tiempo, lo que obliga a actualizar dichas expectativas (criterio NPV).

Así, para la valoración de una compañía, o de las acciones, la aplicación de métodos de valoración que consideren la dimensión, la temporalidad y el riesgo de los flujos de caja derivados de los activos [flujos de caja libre (FCF)] [o flujos de caja disponibles para las acciones (ECF)] determina, en un momento dado, el valor de dicha compañía (V), o de las acciones (E), también denominado valor intrínseco o económico.

Por tanto, desde la perspectiva interna una compañía crea valor para el accionista durante un período determinado (cambios en la riqueza del accionista) cuando $V_t + FCF_t > V_{t-1}(1+WACC)$, o lo que es lo mismo, $E_t + ECF_t > E_{t-1}(1+Ke)$; es decir, cuando el valor de la compañía (o de las acciones) en el momento 't', más los FCF (o los ECF) generados en dicho período superan al valor de la compañía (o el valor de las acciones) en el momento anterior 't-1' capitalizado a la tasa de rentabilidad exigida al capital invertido por la compañía (WACC) [o a la tasa de rentabilidad exigida a las acciones (Ke)].

La expresión anterior $E_t + ECF_t > E_{t-1}(1+Ke)$ o, lo que es lo mismo, que para crear valor para el accionista es necesario que $E_t + ECF_t - E_{t-1}(1+Ke) > 0$, es mate-

máticamente equivalente a señalar que la creación de valor desde la perspectiva interna puede medirse a través de la riqueza creada para el accionista desde esta perspectiva (SVC[Pi]), expresada como:

$$SVC [Pi]_t = E_{t-1} (TBR_t - Ke_t) \quad (1)$$

donde E_{t-1} es el valor intrínseco de las acciones en el período t-1, determinado de acuerdo con un modelo de flujos de caja descontados; TBR_t es la rentabilidad total del negocio (de las acciones) en el período t, y Ke_t es la rentabilidad exigida a las acciones en el período t, ex-ante.

Desde la *perspectiva externa* una compañía crea valor para el accionista en un período de tiempo determinado cuando la rentabilidad obtenida de las acciones (TSR) supera la tasa de rentabilidad exigida a las mismas (Ke); es decir, cuando obtiene un diferencial $TSR - Ke > 0$, *tampoco existe un consenso acerca de cómo medir la creación de valor para el accionista*, pues se utilizan en la literatura financiera y en la práctica profesional diversas medidas para su cuantificación, como más adelante veremos.

De hecho, la creación de valor para el accionista desde la perspectiva externa (SVC[Pe]) puede determinarse de acuerdo con la siguiente expresión —obsérvese la similitud de esta expresión (2) y la expresión anterior (1)—:

$$SVC [Pe]_t = MVe_{t-1} (TSR_t - Ke_t) \quad (2)$$

donde MVe_{t-1} es el valor de mercado de las acciones en el período t-1, TSR_t es la rentabilidad total de las acciones en el período t y Ke_t es la rentabilidad exigida a las acciones en el período t, ex-ante.

A continuación presentamos las Figuras 1.1 y 1.2 a efectos de una mejor comprensión y síntesis de lo expuesto:



Figura 1.1. Gestión basada en el valor.

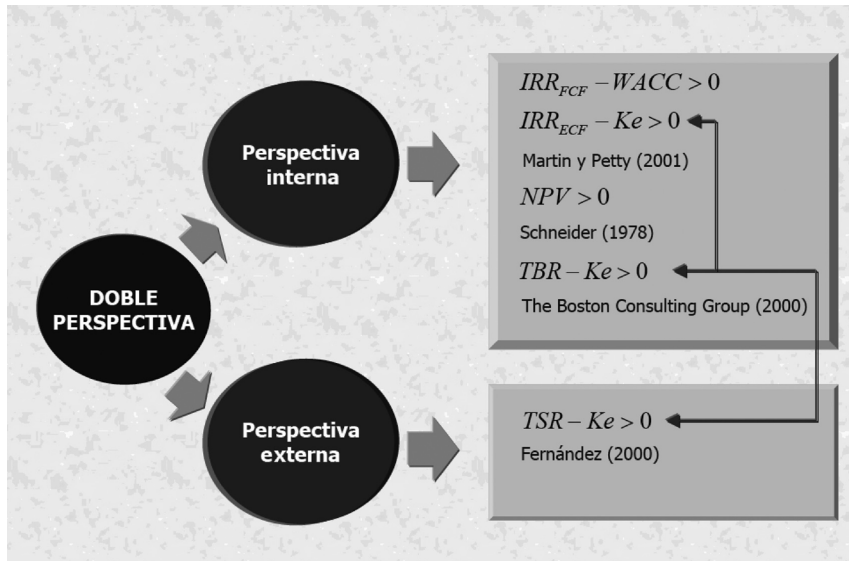


Figura 1.2. La doble perspectiva de la creación de valor.

Encontrar *medidas adecuadas de creación de valor* para el accionista desde la *perspectiva externa*, a través de la identificación de medidas de creación de valor para el accionista, que midan de forma adecuada el cambio en la riqueza de los mismos durante un cierto período de tiempo y que se sustenten en el valor de mercado de las acciones (y sus cambios) y/o la rentabilidad de las mismas, siendo únicamente observables en empresas cotizadas y, además, ser capaz de vincular dichas medidas con las medidas de resultado empresarial o de creación de valor desde la *perspectiva interna*, con el fin de posibilitar a los gestores de las compañías la toma de decisiones empresariales, es otro de los grandes retos a los que se enfrenta la filosofía de la gestión orientada al valor.

La vinculación entre la perspectiva interna (valor intrínseco de las acciones) y la perspectiva externa (su valor de mercado) ha sido ampliamente estudiada en la literatura financiera, pues se enmarca dentro del análisis fundamental y la valoración de empresas que, como más adelante veremos, ha sido uno de los aspectos más estudiados en el campo de la investigación empírica sobre los mercados de capitales y otorga una especial relevancia valorativa a la información contable.

Por otro lado, a largo plazo, el valor de mercado de una compañía (de sus acciones) debe ser igual al valor presente de los flujos de caja futuros estimados de las operaciones actuales y futuras, descontados a una tasa de riesgo, estableciendo de esta manera una vinculación entre el valor de mercado de las acciones y sus cambios (perspectiva externa) y su valor intrínseco (perspectiva interna). El vínculo entre ambas perspectivas puede

establecerse, de acuerdo con los principios básicos de la teoría de finanzas, a través de la hipótesis de eficiencia informacional de los mercados de capitales (EMH).

De hecho, uno de los principales campos de la investigación empírica sobre los mercados de capitales ha centrado la atención en el estudio de la eficiencia informacional de dichos mercados a través del análisis del contenido informativo de los resultados contables, y por extensión, de otras medidas de resultado empresarial basadas en la renta residual y en los flujos de caja libres o de las acciones, en un intento de determinar si la información contable posee relevancia valorativa, como así ha quedado demostrado a tenor de las múltiples investigaciones empíricas desarrolladas.

Pero no solamente la filosofía de la gestión orientada al valor tiene como uno de sus grandes retos la identificación de medidas adecuadas de creación de valor desde la doble perspectiva, externa e interna. Otro gran reto es identificar las palancas o inductores que promueven dicha creación de valor. No se trata sólo de medir la creación de valor para el accionista, sino de identificar las fuentes de creación de valor y promover y gestionar dicha creación de valor.

Lo anterior nos introduce en el concepto de *inductores de creación de valor*, que siguiendo a Rappaport (1998), constituyen la raíz de la creación de valor para el accionista, tanto desde la perspectiva interna como externa. Así, si una compañía desea orientar su gestión desde la perspectiva de la creación de valor para el accionista, lo más importante es que identifique los inductores que aumentan el valor de mercado de las acciones.

Aunque los inductores de creación de valor pueden identificarse en toda la compañía, tal y como veremos más adelante, *el crecimiento* (de la cifra de negocios, del capital invertido, de los flujos de caja, etc.), la *rentabilidad anormal* (expresada en términos del diferencial entre la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) y el coste medio ponderado del capital (WACC); es decir, de $ROIC - WACC$, donde ROIC se utiliza como subrogado de IRR_{FCF} o del diferencial entre la rentabilidad financiera (ROE) y la tasa de rentabilidad exigida a las acciones (K_e): de $ROE - K_e$ y el *período de sostenibilidad (CAP)* o de ventaja competitiva (expresado en términos del número de años que una compañía opera con diferenciales $ROIC - WACC > 0$) pueden considerarse, a tenor de la literatura examinada, tanto teórica como empírica, como los inductores fundamentales de creación de valor para el accionista.

En la Figura 1.3 presentamos un resumen de lo anteriormente expuesto a efectos de una mejor comprensión y síntesis:

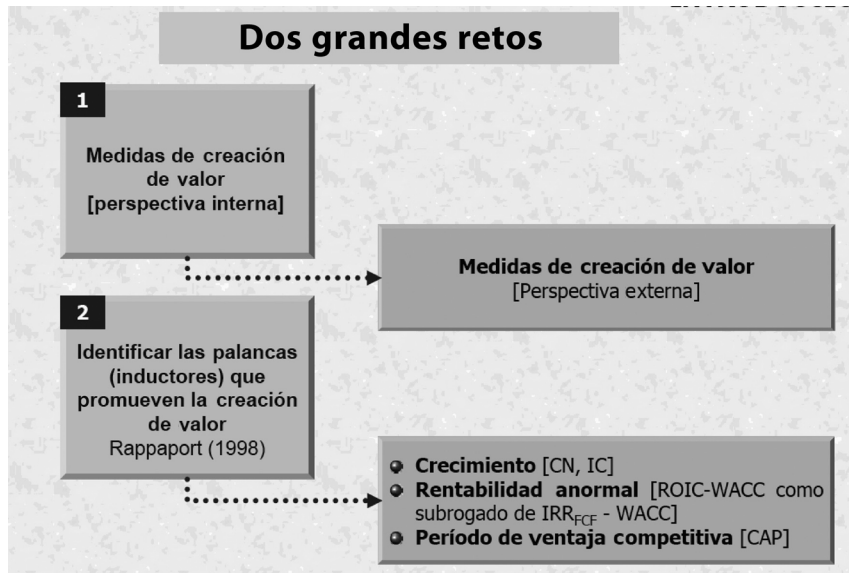


Figura 1.3. Grandes retos.

1.2. El concepto de gestión orientada al valor

Aunque existen diversas acepciones del concepto de gestión orientada al valor (VBM), todas ellas tienen un denominador común: *el objetivo primordial de la empresa es la creación de valor para sus accionistas.*

Así, de entre las definiciones examinadas, podemos destacar las siguientes:

- “VBM es un modelo de gestión que sitúa a la creación de valor para el accionista en el centro de la filosofía de la empresa. La maximización de la riqueza para el accionista guía la estrategia de la compañía, su estructura, sus procesos y la retribución de sus directivos y establece qué medidas deben ser utilizadas para evaluar el resultado empresarial” (KPMG, 1999, p. 4).
- “VBM es un proceso continuo que involucra a la estrategia, la planificación financiera, las medidas de rendimiento empresarial (internas y externas) y los sistemas de compensación a la dirección. Comienza con la planificación estratégica para alcanzar ventajas competitivas que permitan lograr un crecimiento superior en los beneficios económicos y en la rentabilidad para los accionistas” (Weaver y Weston, 2003, p. 2).
- “VBM es un sistema de gestión cuyo objetivo principal es la maximización a largo plazo de la riqueza de los accionistas. El objetivo de la empresa, sus sistemas, estrategia, procesos y técnicas analíticas, así como la medición de

los resultados y su cultura tienen que estar guiadas por el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas” (Arnold y Davies, 2000, p. 9).

- “VBM es un proceso que persigue el objetivo de maximizar la riqueza del accionista a través de la gestión de los elementos que crean valor económico en la empresa, sean tangibles o intangibles. VBM proporciona de esta manera una perspectiva estratégica que incluye un equilibrio entre los factores (inductores) que permiten el beneficio a corto plazo con aquellos que posibilitan en el largo plazo sostener la ventaja competitiva de la compañía” (Mills *et al.*, 2003a, p. 6).
- “VBM es un sistema de control de gestión integrado que mide, promueve y apoya la creación de riqueza” (Ameels, Bruggeman y Scheipers, 2002, p. 5).
- “VBM es básicamente una filosofía que guía a la gerencia a tomar mejores decisiones y posibilita que entre las múltiples opciones estratégicas cuya ejecución es susceptible de realización se seleccionen aquellas que en mayor medida contribuyen a la riqueza de los accionistas y, en consecuencia, proporciona una orientación clara a la misión de la gerencia y centraliza la atención en la maximización de la riqueza de los accionistas” (Morin y Jarrell, 2001, p. 27).

Las investigaciones teóricas que han centrado la atención en la gestión orientada al valor se han realizado, básicamente, desde dos aproximaciones diferentes, pero complementarias:

- La importancia de la gestión orientada al valor desde la *óptica de la gestión estratégica y/u operativa* de la compañía.
- La filosofía de la gestión orientada al valor desde la *óptica de la dirección de empresas*.

El entronque entre ambas aproximaciones podemos encontrarlo al señalar que la gestión orientada al valor posibilita a los gestores de la compañía el vínculo necesario entre sus actuaciones estratégicas y/u operativas y la toma de decisiones de dirección con el interés de los accionistas, que es maximizar su creación de valor.

La filosofía de gestión orientada al valor está cimentada en los principios clásicos de la economía de los negocios, hipótesis de eficiencia informacional de los mercados de capitales (EMH), que sostiene que el valor de mercado de las acciones (perspectiva externa) es, en todo momento, igual al valor actual de los flujos de caja libre esperados, descontados a una tasa de retorno que refleja el nivel de exigencia de los inversores por asumir el riesgo (perspectiva interna).

A este respecto, es importante señalar que los principios básicos de la moderna teoría financiera, que dan cobertura a las políticas y decisiones sobre la inversión, financiación y los dividendos, deben alinearse con el objetivo de crear valor para

el accionista, ya que la obligación fundamental de los gestores de cualquier compañía es tomar decisiones que permitan crear valor para los accionistas a lo largo del tiempo.

Por otro lado, una de las consecuencias observables de la filosofía de la gestión orientada al valor es que aquellas compañías que la han adoptado como filosofía (por así constar de forma explícita en sus cuentas anuales, o en las notas de prensa o en otro tipo de documentos, como, por ejemplo, los reglamentos internos del órgano de administración) crean más valor para los accionistas que aquellas que no han manifestado de forma explícita tal filosofía.

Así, en un estudio realizado por The Lek/Alkar Consulting Group, Inc. durante el período 1988-1993, sobre las compañías incluidas en Fortune 100, se observó que aquellas que habían adoptado de forma explícita la filosofía de gestión orientada al valor obtenían resultados superiores en un 5%, en términos de rentabilidad total para el accionista o rentabilidad total de las acciones (*Total Shareholder Return*, TSR), a las que no lo habían adoptado.

1.3. El debate sobre la filosofía de la gestión orientada al valor

Aunque a tenor de lo comentado anteriormente, parece evidente que una compañía debe orientarse a la creación de valor para el accionista, no hay un consenso definitivo sobre si el objetivo de crear valor para el accionista —maximizar su riqueza— debe ser el objetivo fundamental de una compañía.

Así, en relación con la creación de valor para el accionista, la literatura financiera nos ofrece dos perspectivas o teorías fundamentales:

- La perspectiva pura del *shareholder*, en la que está basada la filosofía de la gestión orientada al valor, para la que el objetivo primordial de la empresa es maximizar la creación de valor para el accionista.
- La perspectiva pura del *stakeholder*, que considera que dicho objetivo no es correcto y que igual atención debería prestarse a todos los interesados en la compañía (empleados, clientes, sociedad, etc.) si se desea su éxito a largo plazo.

Los defensores de la perspectiva pura del *stakeholder* señalan la existencia de diferentes grupos de inversores en una compañía, con diferentes intereses, lo que ha de provocar que las compañías desarrollen estrategias para identificar dichos grupos e incrementar el valor para el accionista en la forma en que dichos grupos lo consideren relevante en el largo plazo.

No obstante la perspectiva pura del *stakeholder*, lejos de ser una fuente de mejora, es un enfoque equivocado, incapaz de proporcionar un mejor gobierno corporativo o resultados empresariales, y es intrínsecamente incompatible con

los negocios de una compañía u otros objetivos empresariales. Así, los gestores necesitan un objetivo gobernable capaz de resolver los conflictos y evaluar las relaciones de intercambio entre todos los *stakeholders* y, precisamente, el objetivo de maximizar la creación de valor para el accionista es el único que cumple estos requisitos, por lo que el enfoque del *stakeholder* es un enfoque equívoco.

Por otro lado, los proponentes de la teoría del *stakeholder* no han dado respuesta alguna a cómo realizar los necesarios intercambios entre los distintos intereses de todos los *stakeholder*, y esta teoría falla a la hora de proponer una completa especificación del objetivo primordial de la compañía, por lo que la misma es de imposible cumplimiento para sus gestores. No obstante, es preciso señalar que una compañía que no tenga en cuenta los intereses de todos los *stakeholders* no puede maximizar su valor, lo que sugiere que la maximización en el largo plazo del valor de la compañía es el requisito para permitir dichas relaciones de intercambio entre los diferentes *stakeholder*.

Una verdadera gestión orientada al valor desde la perspectiva pura del *shareholder* pasa necesariamente por considerar los intereses de los diferentes *stakeholder* (el enfoque puro del *shareholder* no sería así un fin en sí mismo) y que la combinación de ambas perspectivas, como planteamiento, debe estar asociada a mayores resultados empresariales y crecimiento de la cifra de negocios.

Así, los intereses de todos los grupos de *stakeholder* son mejor atendidos si se sitúa a la creación de valor para el accionista como el objetivo primordial de la empresa. De hecho, *siendo lógicamente imposible maximizar más de un objetivo en una compañía* (proposición validada empíricamente por Cools y Van Praag, 2000), *la maximización de la riqueza del accionista debe constituirse como su objetivo fundamental*.

No obstante lo anterior, existen otros planteamientos que critican más duramente el enfoque puro del *shareholder* al señalar que la consecución del objetivo financiero de incrementar la riqueza de los accionistas se hace a costa del resto de ‘stakeholders’; si bien consideramos que los mismos no son acertados.

De hecho, bajo la filosofía de la gestión orientada al valor, el éxito de una compañía se mediría en términos de la rentabilidad a largo plazo de los *shareholders*, mientras que bajo la teoría de los *stakeholder* el éxito de una compañía se mediría tomando en consideración la contribución (o perjuicio) de la misma a todos los *stakeholder*, contribución o perjuicio que, dada la dificultad práctica de su determinación, podría medirse a través de la reputación de la compañía y existen evidencias, bajo esta aproximación, de que el éxito financiero de una compañía, y la creación de valor para sus accionistas no es incompatible con la prosperidad de los *stakeholder*.

Así, Wallace (2003), en su investigación sobre 400 compañías del *Fortune Ranking of “America’s Most Admired Companies”*, durante el período 1996-2000 y midiendo la creación de valor para el accionista a través del valor de mercado añadido desde la perspectiva externa (MVA[Pe]), concluyó que las compañías

que fracasan en crear valor a sus accionistas, generalmente acaban también fracasando en crear valor a los *stakeholder*.

Por último, señalar que McKinsey (1997), en un estudio realizado sobre 2.760 compañías en 20 países, durante los años 1985-1994, que relaciona la creación de valor para el accionista con la productividad laboral y el crecimiento en la tasa de empleo, concluye que las compañías que más valor crean para sus accionistas son las más productivas y las que más empleo generan — mayor riqueza social —, lo que nos ofrece, además de una perspectiva macroeconómica del enfoque de la creación de valor para el accionista, un argumento robusto en defensa de que maximizar el valor para los *shareholders* debe ser el objetivo primordial de una compañía y que éste es compatible con la mejor defensa de los intereses de los *stakeholder*, tal y como argumentamos.

2. ESTRUCTURA DEL LIBRO

A efectos de una mejor comprensión para el lector, el presente libro se ha estructurado de la siguiente forma:

Capítulo 1

En este capítulo se aborda el *concepto de gestión orientada al valor* como filosofía empresarial conducente a la maximización de la riqueza de los accionistas y se introduce el debate sobre la filosofía de la gestión orientada al valor centrado en la idoneidad o no de establecer la maximización de la riqueza de los accionistas como el objetivo principal de una compañía.

Capítulo 2

En este capítulo se desarrolla el concepto de *creación de valor para el accionista desde la perspectiva interna y externa*.

Desde la *perspectiva interna* se analizan, en primer lugar, los distintos modelos de valoración de acciones (modelos basados en el descuento de dividendos, en el descuento de la renta residual y en el descuento de flujos de caja libre, o de las acciones), con el fin de entender los factores de los que depende el valor intrínseco de las acciones, desde diferentes aproximaciones; y, en segundo lugar, se introducen los conceptos de vida de los activos y valor terminal como elementos, también determinantes, de dicho valor intrínseco.

Desde la *perspectiva externa* se analiza, por un lado, la teoría de la eficiencia de los mercados de capitales, se introduce el concepto de valor de mercado de las acciones y se estudian los factores de los que depende dicho valor.