

INDICADORES CLASICOS DE CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA

1. INTRODUCCIÓN

En anteriores artículos¹, siguiendo nuestra línea de investigación sobre la estimación del valor en los mercados financieros, se ha intentado dejar claras las tendencias actuales en cuanto a técnicas de valoración de empresas. Se trataba de analizar el valor objetivo de una organización, de forma que el mismo pudiera constituirse como un referente adecuado, por ejemplo, en operaciones de compraventa, ampliaciones de capital, fusiones, emisiones convertibles o en todas aquellas operaciones financieras que pudieran manifestar algún tipo de transferencia de valor. Por consiguiente, intentábamos mostrar unas técnicas que ayudaran a obtener el verdadero valor de una entidad.

En el presente artículo, sin embargo, pretendemos abordar la problemática de la creación de valor en la empresa. En este momento, no nos interesa conocer si la compañía alcanza un determinado valor u otro, si está o no sobrevalorada; lo que realmente nos concierne analizar ahora es si una empresa está creando o destruyendo valor. La motivación, por tanto, de nuestro estudio se centra en analizar, de manera crítica, las distintas medidas de creación de valor en el ámbito empresarial, para intentar descubrir aquélla o aquéllas que ofrezcan mejores condiciones y perspectivas de aplicación.

En primer lugar, deberemos establecer en qué dirección debe orientarse la toma de decisiones en la empresa para asegurar el futuro de la misma a largo plazo, es decir, determinar cuáles son los objetivos hacia los que debe avanzar la organización para encontrar la satisfacción de sus integrantes. De esta forma, considerando que el grupo de mayor importancia en una empresa son los propietarios o accionistas², y que debe

incrementarse su riqueza, representada por las acciones mantenidas en la misma, 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*.

Por tanto, 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*³. Toda actuación o decisión empresarial (de inversión, financiación, ventas, compras, dividendos, etc.) que contribuya a su incremento⁴ estará beneficiando a los accionistas. Así, la creación de valor puede considerarse como un objetivo que debe guiar la toma de decisiones en la empresa.

Al mismo tiempo, dicho objetivo de creación de valor para el accionista significa **maximizar su propia rentabilidad**, lo que debe traducirse primordialmente, y siguiendo el principio fundamental de valoración⁵, en un aumento de las plusvalías y dividendos que espera recibir el inversor-propietario. La consecución de este objetivo pasa, a su vez, por fijar una serie de subobjetivos, tales como incrementar la rentabilidad que viene obteniendo el activo empresarial, sin aumentar el coste del pasivo; minimizar el coste del pasivo, manteniendo la rentabilidad del activo; o considerar ambos efectos de forma conjunta.

Asimismo, para crear valor debe asumirse un **riesgo aceptable y adecuado** (a ser posible mínimo) al sector y a las circunstancias en los que la empresa desarrolla su actividad, lo que implica considerar un nivel de riesgo económico y financiero⁶ ajustado a la situación. De este modo, si el riesgo general de la empresa se sitúa por encima del esperado por el accionista, éste podría exigir mayor rentabilidad. En caso de no obtenerla, se estaría destruyendo valor para el accionista.

En resumen, 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.

Ahora bien, si aceptamos que los mercados financieros poseen un alto grado de eficiencia operacional (los costes de financiación son muy competitivos y alcanzan un nivel similar), será más fácil crear valor ejerciendo determinadas actuaciones sobre el activo empresarial⁷ que intentando reducir el coste del pasivo. **De este modo, cualquier actuación en la empresa encaminada a obtener una diferencia positiva, superior a la esperada por el mercado, entre la rentabilidad del activo y el coste**

de los capitales propios y ajenos utilizados, estará contribuyendo a generar riqueza, elevar el precio de las acciones y, por tanto, a crear valor para el accionista.

Este último concepto diferencial puede medirse genéricamente, aplicando la técnica clásica del **Valor Actual Neto (VAN)**⁸, si evaluamos un proyecto de inversión-financiación; o, también, a través del **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 empresa⁹.

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)¹⁰, 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 financieras anuales 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. 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, como la estadounidense *General Electric*, para medir el rendimiento empresarial. Así, esta sociedad lo entiende como “*la diferencia entre dos cantidades, ganancias netas y coste de capital... (es) el exceso de ganancias netas sobre el coste de capital...el coste de capital se substrahe de la rentabilidad después de impuestos*”. En consecuencia, 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.

Una vez que conocemos el objetivo que guía la creación de valor en la empresa, la dirección que debemos seguir para su cumplimiento y la enunciación de medidas clásicas que informan sobre la creación de valor, vamos a hacer un recorrido por los instrumentos que tradicionalmente han servido para medir el rendimiento de la actividad empresarial. Intentaremos ver qué queda de útil en ellos y si siguen siendo conceptos válidos en la actualidad, para orientar las actuaciones empresariales hacia la creación de valor.

2. MEDIDAS TRADICIONALES DE RENDIMIENTO PARA EL ACCIONISTA Y LA EMPRESA

Hasta el momento, ha quedado clara la necesidad de la empresa actual de satisfacer el **objetivo financiero del incremento de valor o riqueza para los accionistas**. En general, la toma de decisiones, por parte de los directivos o gerentes, debe ir encaminada, precisamente, 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 tendrá 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 mismos¹¹.

Comencemos, pues, examinando los principales indicadores clásicos de rendimiento empresarial, para lo cual se agrupan, según la procedencia de su información, en contables, de mercado y mixtos:

2.1. INDICADORES CONTABLES

➤ *BENEFICIO NETO* (BN)

Es el beneficio contable después de impuestos y coincide con la suma de las reservas y el dividendo a repartir. Si se divide por el número de acciones de la compañía, estaríamos en presencia del beneficio por acción (B.P.A.), que suele ser un indicador financiero usado por los inversores.

El BN ha sido y es utilizado por la mayoría de las empresas, de manera insuficiente en nuestra opinión, como medida de progreso o éxito, y como indicativo de crecimiento económico en el tiempo. Así, una empresa con elevados beneficios se identifica con una entidad que sigue el camino correcto en cuanto a la satisfacción que ofrece a todos sus implicados. El BN se utiliza entonces como una señal externa, que destaca la bondad y buena imagen de la empresa.

Sin embargo, cuando observamos esta variable, hemos de ser cautelosos a la hora de emitir juicios u opiniones que puedan tener una relevancia patrimonial (compra o venta de una acción); más aún, si como

inversores o accionistas, tenemos algún tipo de interés en el control de una empresa determinada. Esta consideración atiende a que el crecimiento del beneficio contable no debe necesariamente identificarse, en todo caso, con la creación de valor para el accionista, por las siguientes razones:

a) El beneficio contable es una variable subjetiva, manipulable y, por tanto, opinable

Las diferencias entre los principios contables de cada país y las posibilidades que presenta la denominada “contabilidad creativa”¹² son responsables de que esta variable pueda mostrar diferentes cifras para una misma realidad económica.

De esta forma, si aplicamos, por ejemplo, un sistema de amortización contable regresivo a nuestro inmovilizado, podríamos presentar pérdidas en varios ejercicios, pudiendo otras empresas, en nuestras mismas circunstancias económicas, manifestar ganancias. También una empresa podría dotar provisiones con cargo a reservas, en lugar de hacerlo a los resultados de un período, lo cual tendría una importante repercusión en el resultado final. Estos ejemplos nos advierten sobre el riesgo de emplear el BN o BPA como indicadores de la marcha económica de la empresa. En consecuencia, si las decisiones no son las más oportunas, desde el punto de vista del largo plazo, se corre el riesgo de estar destruyendo valor, aún cuando se esté mostrando un beneficio positivo.

b) El BN es una variable histórica

El beneficio contable del último ejercicio no informa de las expectativas futuras de la empresa. Para soslayar este inconveniente debe realizarse una adecuada planificación financiera, donde se muestre una estimación previsional del beneficio como reflejo de las perspectivas futuras.

c) El BN no considera adecuadamente el coste de capital requerido para lograr la ganancia

Dos empresas pueden presentar el mismo BN, habiendo incurrido para su obtención en costes de capital muy dispares. Las empresas deben tener en cuenta que el rendimiento sobre el capital invertido debe compensar, al menos, el coste de los

recursos utilizados por la empresa. De lo contrario, no se estaría aportando valor.

Por otra parte, las decisiones relacionadas con la elección de la estructura de capital pueden ser diferentes, si el único objetivo se centra en maximizar el BN. En este sentido, los gerentes pueden dirigir sus actuaciones, siempre que la limitación de recursos impuesta por el mercado se lo permita, a financiar los nuevos proyectos, mediante la atracción de capitales propios, pues ello no tiene repercusiones en el resultado contable (se estaría restringiendo la contratación de capital ajeno, para evitar el pago de los gastos financieros comprometidos y, de esta forma, no disminuir el beneficio). Para detener estas actuaciones sesgadas de los directivos, sería conveniente considerar, para el capital propio, un coste implícito o de oportunidad, como mínimo igual a los tipos de mercado.

d) El BN no contempla el apalancamiento financiero de la deuda

Si una empresa consigue una rentabilidad económica superior al coste de la deuda en mercado, puede aprovechar el efecto apalancamiento financiero que se genera, en beneficio de la rentabilidad del accionista, ya que, en este caso, la deuda amplifica la ganancia de este último, entendida como la relación entre el BN y los fondos propios. Sin embargo, este efecto apalancamiento puede hacer descender el BN a medida que aumenta la deuda contratada. Nos encontramos en una situación en la que el accionista se ve recompensado con el aumento de la deuda y la empresa, a su vez, perjudicada por el descenso del beneficio. En consecuencia, la actuación de la gerencia irá encaminada a reducir la deuda, al objeto de incrementar el BN, decisión que perjudicará al accionista.

e) El BN no considera el capital empleado para su consecución

Dos empresas pueden mostrar cuantías similares de beneficio, aún cuando el capital invertido por alguna de ellas haya sido notablemente inferior al empleado por la otra. Si sólo nos fijamos en el BN como criterio decisor, los desempeños de ambas entidades nos informarían de un mismo comportamiento económico. De esta forma, podría fomentarse la práctica, por parte de la gerencia, de realizar inversiones por encima de lo razonable, con la única pretensión de aumentar el resultado final

de la empresa. Esta actitud cortoplacista estaría perjudicando la generación de valor futuro.

f) El BN no tiene en cuenta el riesgo que soporta su obtención

La necesidad de incrementar el beneficio puede llevar a los directivos a emprender proyectos con un riesgo desmesurado. Desde el punto de vista de la solvencia y la rentabilidad empresarial, esto podría poner a la empresa en una situación comprometida.

➤ **DIVIDENDO**

Representa la parte del BN que perciben directamente los accionistas como retribución del capital aportado. En la actualidad, los inversores tienen cada vez menos en cuenta la retribución vía dividendos, como criterio decisor, a la hora de invertir; se centran más en la revalorización que podría alcanzar su inversión o, lo que es lo mismo, en las expectativas de crecimiento de la cotización del valor¹³. Cuando los inversores buscan una inversión más estable, la política de dividendos adquiere mayor importancia.

En principio, al ser una variable real y tangible parece expresiva de la situación por la que atraviesa la empresa (si se reparten elevados dividendos, el accionista percibirá que la situación es buena; por el contrario, si durante años no se distribuyen, el accionista puede advertir una mala situación). Sin embargo, al proceder del BN y ser una liquidez prevista para los accionistas, va a compartir las limitaciones relacionadas con aquél.

Aunque existen opiniones que aconsejan repartir dividendos, ya que ello alinea los intereses de los gestores y accionistas, y transmite señales al mercado sobre la confianza del equipo directivo en las perspectivas de la compañía, concurren determinadas razones por las que el dividendo no debe identificarse con la creación de expectativas de valor a largo plazo. Entre ellas:

a) El reparto de dividendos es independiente de la marcha económica de la empresa, y de su ciclo de vida; además, puede depender de situaciones coyunturales

- Una empresa situada en el ciclo inicial de su vida económica puede tener grandes expectativas de crecimiento (caso de las empresas tecnológicas) y, sin embargo, crecientes necesidades de fondos debido a las inversiones realizadas. Esto puede llevar a la gerencia a no repartir dividendos y a realizar una reinversión de los mismos que contribuya a generar valor en el futuro.
- Una empresa en pérdidas que atraviesa su ciclo de madurez-crecimiento casi nulo- y que, por tanto, no ha generado renta podría proceder a retribuir al accionista de tres maneras distintas: con cargo a reservas acumuladas en ejercicios anteriores, mediante la petición de un préstamo, cuando existen problemas de liquidez, o devolviendo parte del nominal.
- Por último, una empresa en su fase final (madurez-no crecimiento)¹⁴, con pocas necesidades de inversión, podría recurrir al reparto de altos dividendos. En este caso, el dividendo no puede interpretarse como anticipo de las expectativas futuras de la compañía.

b) El reparto de dividendos puede reducir el crecimiento empresarial

Las empresas en expansión que distribuyen altos dividendos están reduciendo las posibilidades de la entidad de realizar reinversiones en nuevos proyectos y de aumentar, así, el valor futuro de la compañía. El precio de sus acciones a largo plazo debería verse penalizado¹⁵. Por el contrario, las empresas con pocas necesidades de inversión o sin crecimiento perjudicarían al accionista si no reparten dividendos.

➤ ***FLUJO DE CAJA (CASH FLOW)***

Entendemos por flujo de caja, en el sentido utilizado por los analistas financieros, a la suma del BN, las amortizaciones técnicas y las provisiones relacionadas con el inmovilizado. Por tanto, es un *cash flow* contable, integrado por partidas que no suponen salida de tesorería y, en consecuencia, es una variable cercana a la autofinanciación generada por la

empresa, que no coincide, normalmente, con la tesorería generada por la misma. Expresa la capacidad de recursos que mantiene la empresa, una vez pagadas todas las obligaciones con terceros, excluida la devolución de capital ajeno.

$$\text{FLUJO DE CAJA} = \text{BN} + \text{Amortización} + \text{Provisión} \quad (1)$$

En cuanto a su consideración como medida de valor, existen estudios¹⁶ que muestran una alta correlación entre esta variable y el precio o cotización de las acciones. Otras investigaciones revelan que, cuando varía algún criterio contable que altera el BN, pero no el *cash flow* generado, la cotización permanece invariable. La evidencia empírica muestra, por tanto, un paralelismo en la dirección de ambas variables.

Sin embargo, aunque una gran parte del *flujo de caja* representa la autofinanciación generada por la empresa (reservas, amortizaciones y provisiones), para determinar lo que potencialmente podría recibir el accionista, es decir, la liquidez excedente, tendríamos que añadir la financiación neta recibida y deducir la inversión de cada período. Estos ajustes nos llevarían a otro concepto de flujo de caja que vamos a ver a continuación: el Flujo de Caja Libre para los accionistas.

El **Flujo de Caja Libre o disponible para los accionistas** ($\text{FCL}_{\text{accionistas}}$)¹⁷, es el conjunto de fondos generados por la empresa y susceptibles de ser extraídos de la misma sin alterar su estructura óptima de capitales. Es, por tanto, la diferencia entre las entradas y salidas de fondos que se producen en el período, y representa el conjunto de recursos generados y disponibles directamente por parte del empresario y que, potencialmente, con el paso del tiempo, puede llegar a manos de los accionistas, una vez cubiertas las necesidades de inversión en activos fijos y capital circulante, haber pagado los intereses de la deuda, así como el principal, y recibido nueva deuda.¹⁸

En el caso de que las reservas y la amortización contable estén materializadas en tesorería, no existan resultados extraordinarios ni pasivos espontáneos, y los activos y pasivos circulantes sean únicamente de explotación, el $\text{FCL}_{\text{accionistas}}$ coincidirá con la tesorería generada en el período.

$$\text{FCL}_{\text{accionista}} = \text{BN} + \text{Amortización} - \text{inversión neta} + \text{financiación neta} \quad (2)$$

Donde,

- La inversión neta incluye el aumento de las necesidades de capital circulante, gastos amortizables e inversiones en activo fijo, menos las desinversiones de activos netas que se producen en un ejercicio.
- La financiación neta incluye el aumento de nueva deuda, menos la devolución de deuda antigua que se producen en un período.

Trata de ser una medida objetiva, ya que expresa la diferencia entre las entradas y salidas totales de fondos, lo que constituye un hecho, una cifra única y no queda sometida a manejos subjetivos. Así pues, el $FCL_{\text{accionistas}}$ puede ser un buen indicador de la creación de valor para los accionistas, puesto que es la liquidez excedente que potencialmente puede ir dirigida a los mismos. Sin embargo, determinadas vías para llegar a un incremento de dicha medida, por parte del directivo, podrían deteriorar la eficiencia y competitividad futura de la empresa. Por ejemplo, se puede aumentar el valor de este indicador endeudándose más de lo debido o no realizando inversiones rentables y generadoras de valor en el futuro. Se estaría perjudicando, de esta forma, a la empresa y al accionista en el largo plazo, aunque la sensación de liquidez potencial y, por consiguiente, de creación de valor en el corto plazo, sería clara.

Superando estas últimas limitaciones, es decir, teniendo en cuenta que el gerente calibra las consecuencias de sus decisiones futuras, y actúa considerando una correcta política previsora de inversión y financiación, más allá de intentos cortoplacistas de aumento de la liquidez, el $FCL_{\text{accionistas}}$ podría ser, entonces, una medida que exprese creación de valor para el accionista, si supera la exigencia de rentabilidad mínima expresada por este último.

➤ **RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA O ROI¹⁹)**

Se define como el cociente entre el Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII) y los activos totales medios de un determinado período (A):

$$ROI = \frac{BAII}{A} \quad (3)$$

Mide la rentabilidad operativa que proporciona la estructura económica empresarial y es un indicador utilizado para medir el éxito de una organización. Tiene la ventaja de informar sobre el capital invertido,

necesario para obtener el beneficio operativo, lo que tradicionalmente ha servido para controlar las diferencias de tamaño entre las divisiones y unidades de negocio de una empresa. Sin embargo, al ser elaborado a partir de datos contables, podríamos llegar a conclusiones incorrectas, ya que:

a) El ROI no considera el valor de mercado actual de los activos empresariales.

Considerando el principio contable del precio de adquisición, podemos estar comparando empresas con la misma situación patrimonial, en cuanto a beneficios y activo utilizado, obteniendo cifras muy diferentes de ROI, a causa de los distintos momentos de incorporación de los activos empresariales.

b) El ROI puede ser manipulado en beneficio de algún grupo de interés en la empresa.

Si el ROI es un indicador utilizado como medida única de éxito empresarial o para la retribución de los directivos, éstos estarán interesados en retrasar proyectos de inversión, que en el largo plazo podrían aportar valor a la empresa, a cambio de aumentar la rentabilidad del activo en el corto plazo. Del mismo modo, los directivos podrían rechazar proyectos con un ROI superior al coste de oportunidad alternativo de dichos proyectos y, por tanto, generadores de valor. Ello se debe al intento de evitar la posible dilución del ROI global de la entidad en el corto plazo, que supondría menor remuneración para los directivos implicados. Las consecuencias negativas sobre la rentabilidad y el valor de la empresa aparecerán, sin embargo, a largo plazo. Por ejemplo, un directivo que fije su retribución en base a un ROI previsto del 15 por ciento, rechazará un proyecto que tenga un ROI del 12 por ciento, porque aceptarlo implicaría una reducción de su sueldo. Si el CMPC de dicho proyecto es del 10 por ciento, la decisión del directivo estaría perjudicando a la empresa.

c) El ROI no tiene en cuenta ni el riesgo ni el coste de capital con el que funciona la empresa.

Por una parte, el valor obtenido por el ROI es independiente de la estructura financiera de la empresa: una empresa muy endeudada frente a otra con gran autonomía financiera, pertenecientes al mismo sector, podrían presentar el mismo ROI, siendo el riesgo soportado diferente en cada caso. Por otra, este

ratio refleja sólo la rentabilidad del activo, no la de la empresa en conjunto. Para el cálculo de la rentabilidad neta de la organización debe incluirse el coste de los recursos utilizados (CMPC). Si la diferencia es positiva, la empresa, división o sección crearán valor; si es negativa ocurrirá lo contrario.

➤ **RENTABILIDAD SOBRE FONDOS PROPIOS (ROE)**

Denominada también rentabilidad financiera, es el cociente entre el BN y los fondos propios²⁰ de una entidad y mide la rentabilidad obtenida por los capitales pertenecientes al accionista:

$$ROE = \frac{BN}{FP} \quad (4)$$

Introduce ciertas ventajas con respecto a otros indicadores. A diferencia del ratio anterior, el ROE considera el coste del endeudamiento y consigue orientar en la misma línea de decisión, tanto al accionista como al directivo: ambos estarán interesados en aceptar proyectos con un ROE superior al coste de oportunidad o rentabilidad mínima exigida por los accionistas (K_e), puesto que dichos proyectos estarán aportando valor.

Los problemas que presenta van, de nuevo, ligados a las variables contables que lo forman. Ya hemos comentado las limitaciones del BN. Para los capitales propios, el inconveniente coincide con lo expuesto para los activos totales, es decir, no considerar el valor actual de mercado o no actualizar contablemente, en este caso, las reservas y el capital social inicialmente aportado, lo que puede hacer que las comparaciones entre empresas no sean significativas.

En definitiva, el ROE es una variable cercana al accionista: expresa el rendimiento que ha obtenido con los fondos históricos aportados. Además, tiene en cuenta el capital utilizado por el accionista, el coste de la deuda, el riesgo financiero, sirve para empresas cotizadas y no cotizadas e identifica los objetivos del gerente y el accionista.

2.2. INDICADORES DE MERCADO

➤ *PRECIO O COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES*

El precio o cotización de una acción es el valor que le asigna el mercado de capitales. Este mercado, formado por multitud de oferentes y demandantes, si se considera eficiente, descontará toda la información en el precio del título, el cual será indicativo de lo que realmente vale para los inversores.

Se estima, así, que el precio de mercado tiene en cuenta el riesgo con que opera la empresa, el valor de sus inversiones, la liquidez generada o las expectativas de futuro (Amat, 1999, p.16). Por estas razones, esta magnitud podría ser considerada un buen indicador de la evolución del valor generado por la compañía. Como el objetivo financiero de la empresa es el incremento del valor de mercado en la inversión del accionista, estamos en presencia de una variable que determina este objetivo.²¹

Sin embargo, a pesar de lo comentado, podemos encontrarnos con que:

a) Existen fuerzas generales de mercado que condicionan la evolución de la cotización de un título

- Según la Teoría de Carteras, el riesgo sistemático afecta de forma general a todos los títulos. Esto significa que una empresa, con una gestión impecable, podría ver afectado su precio de forma negativa por factores exógenos (subida de tipos de interés, crisis mundiales, etc.), con lo cual la cotización y la creación de valor tomarían caminos opuestos.
- Asimismo, la existencia de rumores negativos, no fundamentados, sobre una empresa o, por ejemplo, la decisión de inversores institucionales de vender parte de sus carteras de inversión, con la finalidad de realizar ajustes temporales, también provocaría el mismo efecto.

b) La mayoría de las empresas no cotizan en bolsa

En el mejor de los casos, y en ausencia de las circunstancias comentadas en el punto anterior, si la cotización tiene una evolución paralela a la marcha de la empresa, podríamos aceptar el precio como indicador de valor. No obstante, su utilidad sería

efectiva para un número muy reducido de empresas: las que cotizan en bolsa. Para el resto, que es la inmensa mayoría, tendríamos que determinar una nueva variable.

Por tanto, el precio de una acción no refleja siempre lo que está ocurriendo o se espera de la empresa y, en el caso de que lo haga, tiene un alcance muy limitado en relación con el número de compañías a las que puede aplicarse. No obstante, es una variable que expresa la opinión del mercado acerca de su valor y evolución, por lo cual la estimamos representativa de la creación de valor que el mismo le asigna.

2.3. INDICADORES MIXTOS

➤ *PER (Price Earning Ratio)*

Es muy utilizado como herramienta básica en la selección de títulos, mediante la comparación temporal y sectorial. Se define como la relación por cociente entre la cotización y el BPA²², aunque también podrían utilizarse como variantes el dividendo o el *cash flow* en el denominador:

$$PER = \frac{\text{Cotizac.}}{BPA} \quad (5)$$

Indica el número de veces que el beneficio está contenido en el precio de una acción, o también, hace referencia al valor o precio que el mercado asigna a los beneficios generados por la empresa.

Las empresas que gozan de un crecimiento (g) más alto de los beneficios, deben tener unos PER superiores, puesto que el inversor va a estar dispuesto a pagar precios más elevados ante las buenas perspectivas de la empresa. De esta forma, la empresa crece, reinvertiendo, parte o la totalidad de sus beneficios, en proyectos con una rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) superior a la rentabilidad exigida a las acciones. Se dice que la empresa crea valor para sus accionistas. En el caso de que el ROE sea igual a la rentabilidad exigida a las acciones, el PER no se altera, crezca o no la empresa. Entonces, la empresa mantiene el valor para sus accionistas. Por último, cuando la entidad está reinvertiendo en proyectos

con un ROE inferior a la rentabilidad exigida a las acciones, estará substrayendo valor y su PER irá decreciendo a medida que la empresa crece.

$ROE > K_e; g > 0$	PER sube	Creación de valor
$ROE = K_e; g > 0$	PER no varía	Indiferente
$ROE < K_e; g > 0$	PER baja	Destrucción de valor

En definitiva, podemos decir que, en general, las empresas con **PER alto se identifican con empresas de elevadas expectativas de beneficios futuros, que crecen y generan valor para sus accionistas o que están sobrevaloradas; y las de PER bajo, por el contrario, no tienen buenas perspectivas o están infravaloradas.**

Sin embargo, el PER relaciona dos conceptos distintos: una variable de mercado (precio) y una contable (BN), con las imperfecciones y carencias ya comentadas (diferencias fiscales entre países²³ o el uso de distintos criterios contables por parte de las empresas). Ello condiciona el ejercicio de una correcta comparación y restringe su utilidad como indicador de valor. La superación de estos inconvenientes, sin embargo, debe convertirlo en un instrumento muy atractivo en la medición del valor.

Para terminar, si observamos la marcha conjunta del PER y la bolsa, en el período 1991-1998, el PER medio de la bolsa española siguió, en general, muy fielmente la evolución del Ibex 35 (Fernández,1999, p.58). Como consecuencia, el PER emitió al mercado señales análogas a las proporcionadas por el precio del título, concediéndole un valor añadido sobre la cotización y la capacidad del PER para realizar comparaciones entre empresas, sectores o países.

➤ **PRECIO/VALOR CONTABLE**

Nos informa del número de veces que el precio contiene al valor teórico ó contable de la acción. Cuando el valor de mercado es mayor que el valor de los fondos propios, la contabilidad no recoge lo que el mercado descuenta por las expectativas futuras. La diferencia que existe entre ambas variables puede venir motivada por la existencia de activos intangibles, caso de una patente, que podrían generar elevados flujos de fondos o también expectativas de crecimiento basados en una buena imagen o una adecuada dirección. Cuanto mayor es esta diferencia, mejor es la opinión

sobre la gestión y las expectativas existentes sobre una empresa. Este ratio indica, por tanto, la capacidad para crear valor sobre los fondos propios que pertenecen a los accionistas. Sin embargo, la diferencia entre el precio y el valor contable de la acción debe considerarse creación de valor sólo en el momento inicial, cuando se constituye la empresa, que es el único momento en que coincide lo aportado por el accionista y el valor de los fondos propios.

Los inconvenientes de este ratio se centran, por una parte, en las matizaciones realizadas previamente para un movimiento no fundamentado del precio del título. Asimismo, en el escaso número de empresas cotizadas y en la ausencia de una revalorización de los fondos propios por el efecto del tiempo y la inflación²⁴.

A pesar de las limitaciones comentadas, pensamos que, en general, este ratio es un buen indicador del valor generado para los accionistas y, como posteriormente veremos, tiene relación con medidas específicamente utilizadas en la medición de la creación de valor.

➤ **RENTABILIDAD DEL DIVIDENDO (*dividend yield*)**

Se define como el cociente entre el dividendo total (D_t) y la capitalización bursátil de las acciones de la empresa (P_t). Indica la retribución por dividendos que recibe el accionista en relación a su aportación a precio de mercado.

$$R_d = \frac{D_t}{P_t} \quad (6)$$

Haciendo las reservas oportunas en cuanto a las restricciones comentadas para el dividendo, este ratio resulta más completo, ya que considera el capital invertido por los accionistas y el riesgo total de la empresa. Tiene la restricción de no poder ser empleado por empresas no cotizadas. Por otro lado, las empresas que estén en un ciclo de vida (inicio o crecimiento) que no justifique el pago de dividendos, no son apropiadas para ser medidas con este indicador. Al mismo tiempo, este ratio no considera las expectativas potenciales de generar ganancias o revalorización, pues sólo tiene en cuenta el último dividendo repartido.

Por todo ello, la rentabilidad del dividendo podría ser un ratio adecuado para la comparación entre empresas consolidadas, que pasan por

el ciclo de madurez, tienen poca necesidad de inversión y posibilidades de repartir considerables beneficios.

3. CONCLUSIONES PARCIALES SOBRE LOS INDICADORES CLÁSICOS DE RENDIMIENTO EMPRESARIAL

Una vez analizadas las medidas tradicionales de rendimiento en la empresa, vamos a exponer las ventajas e inconvenientes que poseen para ser consideradas indicadores del valor creado para el accionista.

Como **ventajas** fundamentales, los indicadores tratados suelen obtenerse fácilmente -es conveniente, para ello, basarse en una correcta planificación financiera de la empresa y poseer datos actualizados de mercado- y su significado económico y financiero es claro. Salvando las subjetividades presentes en las variables contables, todas las medidas, en conjunto, proporcionan información valiosa y útil de lo que acontece en la empresa y su incremento suele ser beneficioso para la rentabilidad que obtienen los accionistas.

En cuanto a los **inconvenientes**, los indicadores contables, en general, son subjetivos en su determinación, lo que dificulta la comparación con otras empresas o países. No consideran el coste de capital necesario, el riesgo, las expectativas futuras (aunque esto último puede solucionarse mediante el empleo de datos previsionales) y centran las actuaciones de los directivos en el corto plazo, lo que termina perjudicando, por mala *praxis*, el futuro de la empresa. Por su parte, los indicadores de mercado y mixtos no pueden aplicarse a empresas que no cotizan. Una solución, para ello, podría consistir en realizar una planificación financiera que, junto a la aplicación de modelos de descuento de flujos, estimara el valor de la cotización de un título. Finalmente, exceptuando medidas como el ROI, los indicadores comentados no son útiles para estimar el desempeño y posible creación de valor de una división o unidad de negocio de la empresa.

Si nos centramos ahora en cada una de las variables analizadas, podemos decir que:

- El **beneficio neto** es subjetivo, manipulable, y no tiene en cuenta el capital empleado, el coste de capital, el apalancamiento financiero y el riesgo. Un aumento de su valor no significa, en todo caso, creación del mismo. De todos modos, el perfil de evolución a largo plazo debe ser indicativo de la creación o no de valor en el tiempo.
- El **dividendo** depende de políticas coyunturales y su reparto puede producirse a costa de reducir el crecimiento empresarial. La identificación de una política ortodoxa de distribución de dividendos conduce a generar expectativas de excedentes reales para el accionista y, por ende, a la creación de valor.
- El **flujo de caja contable** es una variable cercana a la autofinanciación generada por la empresa, que no coincide, normalmente, con la tesorería generada por la misma. No se trata, por tanto, de un flujo monetario, circunstancia que se convierte en un obstáculo para su actualización temporal. A ello se le une el inconveniente de que su obtención o cálculo puede contener cierta subjetividad. Por otro lado, hay que destacar que la correlación que tiene con la cotización o precio de la empresa es alta, por lo que la estimación de los futuros flujos de caja contables puede ser de utilidad para conocer si una empresa va a crear o no valor en el futuro.
- El **flujo de caja disponible** para el inversor es la tesorería excedente que potencialmente puede destinarse a los accionistas. Es una variable que refuerza la decisión de generar liquidez por parte de los directivos. A diferencia del anterior, este flujo se calcula de forma objetiva, aunque hay que prestar especial atención a la forma en que crece su valor, ya que el directivo podría deteriorar la eficiencia y competitividad futura de la empresa.
- El **ROI** representa la rentabilidad de activo, pero no considera el riesgo ni el coste de capital de la empresa, por lo que su consideración como medida de decisión empresarial podría llevar a la aceptación de proyectos destructores de valor para el accionista. Las actuaciones del gerente tendrían, entonces, efectos inversos en la creación de valor. Para solucionar esta limitación debe compararse el ROI con el coste de los recursos financieros utilizados. La diferencia expresaría valor creado o destruido, pudiéndose utilizar, así, como instrumento de decisión.

- El **ROE** considera el capital utilizado por el accionista, el coste de la deuda y el riesgo financiero. Sirve para empresas cotizadas y no cotizadas e identifica los objetivos del gerente y el accionista, salvando la limitación del ROI en este sentido. Puede utilizarse para aceptar proyectos con una rentabilidad exigida inferior al ROE estimado y que crean valor para el accionista. Los problemas que presenta van ligados a las limitaciones del BN y a la falta de actualización contable de los capitales propios.
- El **precio o cotización** de la acción tiene en cuenta el riesgo con el que opera la empresa, el coste de capital, la política de inversión y financiación adoptada y las expectativas de futuro. Cualquier incremento de su valor es beneficioso para el gerente y el accionista. Sin embargo, es importante separar el efecto general del riesgo de mercado, cuando la gestión gerencial es correcta, y tener presente que la mayoría de empresas no cotizan en bolsa. Por tanto, esta magnitud podría ser considerada un buen indicador de la evolución del valor generado por la compañía.
- El **PER** emite señales análogas a las proporcionadas por el precio del título, pero lo mejora por su capacidad para realizar comparaciones. Además, está directamente correlacionado con la cotización del título, que supone el incremento o disminución de valor para los accionistas.
- **Precio/ valor contable** considera la creación de valor que estima el mercado con relación a los fondos aportados inicialmente por los accionistas, sin incluir los dividendos. La diferencia resultante entre el precio y el valor contable de la acción debe considerarse creación de valor sólo en el momento inicial, cuando se constituye la empresa. Los inconvenientes se derivan de los comentados para la variable precio, del escaso número de empresas cotizadas y de la ausencia de una revalorización de los fondos propios por el efecto del tiempo y la inflación. **En general, pensamos que este ratio es un buen indicador del valor generado para los accionistas.**
- La **rentabilidad por dividendos** es un ratio que resulta más completo que el dividendo, ya que considera el capital invertido por los accionistas y el riesgo total de la empresa, aunque tiene las restricciones de no poder ser empleado por empresas no cotizadas; por empresas que van a tener pérdidas a medio plazo y, finalmente, no considerar las expectativas futuras de la empresa. Por todo ello, la rentabilidad del dividendo podría ser un ratio adecuado para la

comparación entre empresas consolidadas, que pasan por el ciclo de madurez, tienen poca necesidad de inversión y posibilidades de repartir considerables beneficios.

En definitiva, dado que no existe ningún indicador suficientemente completo y válido que sirva para cualquier sector o empresa, 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. Hemos analizado las ventajas e inconvenientes de cada indicador, por lo cual podemos establecer el marco de aplicación empresarial más oportuno. Ello significa que las circunstancias y limitaciones de cada empresa deben ser tenidas en cuenta a la hora de optar por el conjunto de indicadores más apropiados. ¿Resolverán los “modernos” indicadores de creación de valor todas estas limitaciones? Pensamos contestar a ello en un próximo trabajo.

Ramón J. Ruiz Martínez
José Luis Jiménez Caballero

UNIVERSIDAD DE SEVILLA

Sevilla, Mayo 2.000

¹ RUIZ MARTÍNEZ, R.J. y JIMÉNEZ NAHARRO, F. (1999): “¿Qué nos dejó el viejo Análisis Fundamental?”, Boletín de Estudios Económicos Deusto, Vol. LIV, abril; y –(1999): “Antes y después del flujo descontado de fondos”, Banca&Finanzas, octubre.

² La globalización y desarrollo de los mercados financieros está impulsando ciertos procesos como la concentración de empresas, donde la estructura de propiedad de las sociedades aparece cada vez más disgregada. De esta manera, la separación entre capital y propiedad se va haciendo más evidente, y es el propio mercado, con la entrada de nuevos accionistas, el que ante la percepción o no de una buena gestión empresarial opta por sustituir a los directivos ineficientes. Es, por tanto, el accionista el grupo que debe encontrar la máxima satisfacción en la empresa, una vez que el resto de grupos (trabajadores, proveedores,...) haya sido recompensado, y el que debe ser tenido, prioritariamente, en cuenta por los gestores.

³ 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”.

⁴ 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.

⁵ Este principio establece que todo inversor en acciones debe alcanzar su rentabilidad requerida, en base, exclusivamente al dividendo correspondiente al número de acciones que posea y a la plusvalía, entendida como la diferencia entre las cotizaciones de dos momentos concretos.

⁶ Variabilidad de las ventas, nivel de endeudamiento, relación entre capitales a corto y largo plazo, etc.

⁷ Incrementando la eficiencia, por ejemplo.

$$^8VAN = \sum_1^n \frac{[(BAII_i(1-t) + Amort.Cont_i)]}{(1+cmpr)^i} + \frac{Valor.Re sid}{(1+cmpr)^n} - Invers.Inic.$$

⁹ La rentabilidad y el coste serán calculados mediante la aplicación del criterio de la TIR (Tasa Interna de Rendimiento).

¹⁰ 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.

¹¹ Esta exigencia de rentabilidad puede establecerse de forma subjetiva por parte del accionista, o bien, aplicando diversos métodos entre los que destacamos el CAPM.

¹² Nos referimos a las alternativas contables por las que puede optar una empresa y que pueden tener relevancia en el resultado final. Estas alternativas giran en torno al inmovilizado, amortizaciones, provisiones, periodificaciones, existencias o forma de consolidación.

¹³ Telefónica ha decidido no repartir dividendos y remunerar a sus accionistas a través del crecimiento de su cotización.

¹⁴ Eléctricas, automoción,...

¹⁵ La evidencia empírica muestra casos en que un mayor reparto de dividendos no consigue elevar el precio de las acciones en mercado (citados por Fernández, 1999, p.31). Otros, sin embargo, evidencian que el anuncio de reparto repercute en un incremento del valor (citados por Eguidazu, 1999, p.290)

¹⁶ BOWEN, R. Y OTROS (1986): “Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow”. *The Accounting Review*, LXI (4), págs.713-725, citado en Amat (1999, p.21).

¹⁷ En este concepto vamos a considerar solamente activos y pasivos circulantes de explotación, y no vamos a incluir los pasivos espontáneos, ni los resultados extraordinarios. Con esto último se consigue analizar exclusivamente la creación de valor que supone para el accionista la actividad típica de la empresa.

¹⁸ Cuando la empresa consigue desarrollar un presupuesto equilibrado y próximo a cero, y mantiene constante una estructura financiera, el $FCL_{\text{accionistas}}$ coincide con los dividendos a repartir. Si no es así, todo superávit/déficit que se origine en un presupuesto de capital habría que añadirse o deducirse a los dividendos para obtener el $FCL_{\text{accionistas}}$.

¹⁹ Son las siglas de *Return On Assets* y *Return On Investments*, respectivamente.

²⁰ Capital social, reservas y beneficios del ejercicio no distribuidos (BN-dividendos repartidos).

²¹ La retribución a directivos mediante opciones sobre acciones va en la línea de correlacionar el incremento de la cotización del título con sus actuaciones en la empresa. Así el interés del accionista y gerente quedan ligados a largo plazo.

²² Corresponde al del último año, aunque también se puede tomar como referencia el previsto para el año siguiente, o la media de beneficios anteriores.

²³ Los criterios conservadores de los alemanes en la estimación del beneficio contable justifican, en parte, la superioridad del valor de su PER, con respecto a la media europea.

²⁴ En 1996, veintiuna de las treinta y cinco empresas del Ibex 35 se acogieron a una revalorización de activos. Las empresas que quedaron al margen mostraban, como consecuencia, un ratio más alto que las acogidas.

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.

CINCO DÍAS (1999): *Guía de valoración de empresas: creación de valor para el accionista*. Pricewaterhouse-coopers.

EGUIDAZU, S. (1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Gestión 2000. Barcelona.

FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*. Gestión 2000. Barcelona.

— (1999): *La creación de valor y la valoración de empresas*. 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.

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.

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.

REVISTA INVERSIÓN Y CAPITAL (2000): “El dividendo”. N°317.11 de febrero, pág.26.

SHIELY, J.S.(1996): “*Is the value management the answer?*”. *Chief Executive*, New York.

Strategic Finance (1998): “*Perspectives on the performance measures*”. Montvale.