

## CAPÍTULO 4

# CARACTERIZACIÓN DE LOS INDUCTORES DE VALOR Y LA IMPORTANCIA DE LAS EXPECTATIVAS DE LOS INVERSIONISTAS EN LA GESTIÓN BASADA EN VALOR

*Data de aceite: 03/06/2024*

### **Andrés Ricardo Riveros Tarazona**

Universidad Nacional Abierta y a Distancia-UNAD, Docente Maestría en Gestión Financiera-MGF  
Colombia  
<https://orcid.org/0000-0002-0413-110X>

### **Adriana Milena Tejedor Rodríguez**

Universidad Nacional Abierta y a Distancia-UNAD, Docente MGF  
Colombia  
<https://orcid.org/0009-0001-4637-8995>

### **Ángela Mayellis Melo Hidalgo**

Universidad Nacional Abierta y a Distancia-UNAD, Coordinadora MGF  
Colombia  
<https://orcid.org/0000-0001-5994-571X>

### **Olga Lilihet Matallana Kuan**

Universidad Nacional Abierta y a Distancia-UNAD, Docente MGF  
Colombia  
<https://orcid.org/0000-0002-3563-1668>

### **Nilton Marques de Oliveira**

Universidade Federal do Tocantins-UFT, Docente do curso de economia e do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Regional  
Palmas – TO, Brasil  
<https://orcid.org/0000-0001-6485-314X>

### **Cristian Orlando Avila Quiñones**

Universidad Nacional Abierta y a Distancia-UNAD, Docente MGF  
Colombia  
<https://orcid.org/0000-0003-3941-7631>

**RESUMEN:** En este capítulo se define la Gestión Basada en Valor, así como los indicadores de causa efecto (inductores de valor) con los cuales se evalúa la creación de valor, mediante ejemplos sencillos y prácticos, y se presenta el sistema de creación de valor planteado por García (2003). Adicionalmente, se menciona la importancia de las expectativas del inversionista en el análisis de la Gestión Basada en Valor y la necesidad de incorporarlas dentro del cálculo del rendimiento económico.

**PALABRAS CLAVES:** Inductores de Valor, análisis de la Gestión, sistema GBV, expectativas de inversionistas

## INTRODUCCIÓN

En el siglo XIX, el reconocido economista Alfred Marshall definió la ganancia como el ingreso residual que recibe el propietario de una empresa y más adelante Grant se refirió al principio de valor del dinero en el tiempo en 1938, al decidir entre diferentes proyectos de inversión. En 1954, Dean publicó un artículo en HBR sobre el método de Descuento de Flujos de Caja (DFC) para valorar y comparar proyectos de inversión y otras alternativas. En 1964, Sharpe planteó el Modelo de Valoración de Activos Financieros o Capital Asset Pricing Model (CAPM), el cual describe la relación entre el riesgo sistemático y el rendimiento esperado de los activos, estableciendo una relación lineal entre ambos. En 1994, Jim McTaggart utilizó el término “Gestión Basada en Valor” en su libro *The Value Imperative: Management for Superior Shareholder Returns*.

La definición de Arnold sobre Gestión Basada en Valor afirma lo siguiente “es un enfoque de gestión cuyo principal objetivo es la maximización a largo plazo de la riqueza de los accionistas” (Arnold, 2000, pág. 9). El valor económico de una compañía está determinado por el monto de los flujos de caja futuro descontados a valor presente y solo se crea valor cuando las compañías invierten recursos que generen rendimientos por encima del costo de capital. La Gestión Basada en Valor (GBV) amplía estos conceptos al enfocarse en cómo usan las compañías los recursos para tomar decisiones estratégicas y decisiones operacionales diarias. La GBV es una actitud mental hacia la aplicación consciente, sistemática y actual de métodos tradicionales dirigidos a maximizar el valor para los accionistas.

El reconocido economista J. E. Stiglitz, afirma que el supuesto económico neoclásico sobre competencia perfecta “los mercados competitivos permiten una asignación óptima de los recursos” es falso, ya que no considera el costo de adquisición de la información, puesto que la empresa debe invertir recursos en buscar tecnología más avanzada. En este mundo de gran asimetría de información, incluso los inversores mejor informados se encuentran en desventaja y es por ello que recurren a los servicios de analistas financieros externos que les ayuden a convertirse en inversionistas “internos”, capaces de conocer con mayor profundidad los factores clave para la competitividad de la empresa y su desarrollo futuro, es decir, los corredores financieros aprenden a crear “expectativas” sobre la tasa de rendimiento de su inversión de manera más eficiente. Las expectativas de los inversionistas son las previsiones sobre la magnitud futura de las variables económicas, el comportamiento de gran cantidad de indicadores financieros en los mercados mundiales, y fusiones y compras de empresas.

Las expectativas de los inversionistas sobre el rumbo de los futuros movimientos económicos son clave en la toma de decisiones y conocer el proceso de formación de las expectativas de los inversionistas es clave para describir, interpretar y pronosticar los cambios en el valor de los activos financieros, especialmente de las acciones dentro de los mercados de capitales, los cuales afectan al valor de las empresas cotizantes.

La creación de valor para los accionistas contempla superar las expectativas de los inversores sobre la tasa de rendimiento del capital invertido. Significa que los directivos deben entender cómo y en base a qué información los inversionistas crean sus expectativas.

Es posible incluir las expectativas de los inversionistas en la GBV para buscar una forma de gestión que garantice el logro del objetivo, es decir, crear valor para los accionistas. Sin embargo, requiere que la empresa, en primer lugar, identifique las expectativas de los inversionistas y los factores que determinan estas expectativas y, en segundo lugar, se anticipe a las expectativas del mercado sobre el desempeño de la empresa. Por lo tanto, los indicadores financieros estáticos deben modificarse para evaluar las cuentas y actividades que agregan valor económico y fomentar así el logro de los objetivos predeterminados por la empresa.

El artículo de investigación de T. Copeland y A. Dolgoff (2006), demuestra la existencia de una fuerte correlación, estadísticamente importante, entre los rendimientos obtenidos por los accionistas y dos tipos de variables a saber, cambios en las expectativas sobre ganancias futuras y cambios en el nivel de ruido que acompaña a la información divulgada al mercado. Cuanto mayor es la incertidumbre, menos homogéneas y estables son las expectativas de los inversionistas.

## DESARROLLO

En los años 70, las empresas medían su desempeño mediante indicadores basados en utilidades como Margen Neto, Ganancias por Acción (GPA), Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE), entre otros. Eran los estados financieros la fuente de información de dichos indicadores. En los años 80, los líderes en estrategia empresarial y gestión del desempeño comenzaron a desafiar este enfoque. Aunque se reconoce que aumentar la riqueza de los accionistas es el objetivo final de una empresa, se observó una paradoja: las ganancias de una empresa podrían estar aumentando, mientras que, al mismo tiempo, el rendimiento total para los accionistas podría estar disminuyendo. Concluyeron que la relación entre los objetivos de “maximizar las ganancias” y “maximizar el valor para los accionistas” es muy baja. También se destacaron algunos problemas con los indicadores basados en ganancias como los siguientes:

1. Ignoran el rendimiento requerido de los proveedores de capital de la empresa.
2. Pueden dar una visión distorsionada del desempeño: las normas y políticas contables significan que importantes gastos no monetarios, como las provisiones, pueden impactar negativamente las ganancias reportadas de una empresa, pero no disminuir el efectivo.
3. Se basan en resultados anuales, por lo que los gerentes pueden enfocarse en aumentar las ganancias anuales mientras ignoran el crecimiento de la empresa a largo plazo. Por ejemplo, un gerente que no está encaminado en lograr su objetivo de ganancias podría recortar el gasto en I+D o marketing, lo que probablemente perjudicará las ganancias a largo plazo y la posición competitiva de la empresa.

Los objetivos estratégicos de la empresa también deben adaptarse a los diferentes niveles dentro de una organización. Por ejemplo, para un jefe de unidad de negocio, su objetivo puede ser la creación explícita de valor medido en términos financieros. Los objetivos de un gerente funcional podrían expresarse en términos de servicio al cliente, participación de mercado, calidad del producto o productividad. Un gerente de producción podría centrarse en el costo por unidad, el tiempo del ciclo o la tasa de defectos. En la fabricación de productos, los problemas pueden ser el tiempo que lleva desarrollar un nuevo producto, la cantidad de productos desarrollados y su desempeño en comparación con la competencia.

Incluso en los objetivos financieros, los gerentes suelen enfrentarse a muchas alternativas como aumentar las ganancias por acción, maximizar la relación precio/beneficio o valor de mercado/valor contable y aumentar el rendimiento de los activos, etc. La creación de valor es el único criterio correcto de desempeño.

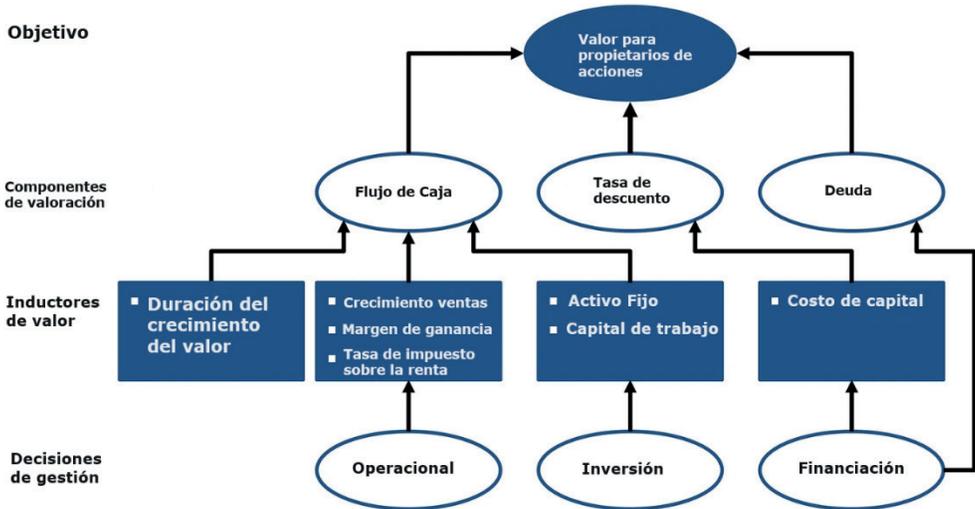
Según MacDiarmid, Tholana & Musingwini (2017), la creación de valor es el núcleo de toda empresa. Para medir el valor de la empresa se utilizan varios enfoques y métricas, siendo el enfoque de valoración de mercado y el valor empresarial el enfoque y la métrica más apropiados, respectivamente. Es importante identificar los impulsores de valor apropiados para la dirección de la empresa y facilitar la toma de decisiones adecuadas para crear valor.

En los últimos años, los indicadores contables y financieros han resultado poco fiables. Es por ello que la GBV respalda el surgimiento de nuevas métricas basadas en la creación de valor, como el Valor Económico Agregado (EVA), el CFROI, el Valor Agregado de Mercado (MVA) y otros indicadores.

## **EN LA BÚSQUEDA DE LOS INDUCTORES DE VALOR**

Las variables de desempeño que realmente crearán valor a la empresa son denominados impulsores o inductores de valor. Esta comprensión es esencial porque una organización no puede actuar directamente sobre el valor. Tiene que actuar sobre cosas en las que puede influir como satisfacción del cliente, costos, gastos de capital, etc. Además, es a través de estos inductores de valor que la gerencia aprende a comprender al resto de la organización y a establecer un diálogo sobre lo que espera lograr.

Según Rappaport (1986), “el enfoque de valor para los accionistas estima el valor económico de una inversión descontando los flujos de efectivo previstos por el costo del capital. Estos flujos de efectivo, a su vez, sirven como base para calcular los retornos de los accionistas provenientes de los dividendos y la apreciación en el precio de las acciones” (p. 12).



Nota: Fuente: Adaptado de Rappaport (1986, p. 76)

Figura 1 - Red de valor para el accionista.

Rappaport presenta en la Figura 1 una red de valor para los accionistas, que refleja los siete inductores de valor que crean valor para los accionistas y, en última instancia, conducen a retornos para los accionistas: duración del crecimiento del valor, crecimiento de las ventas, margen de beneficio operativo, tasa del impuesto sobre la renta, inversión en capital de trabajo, activo fijo, inversión y costo de capital.

Los inductores de valor son indicadores que están asociados con la relación causa-efecto en la generación de valor para la empresa (García, 2003, p.177). Ellos hacen parte de los “Sistemas de Creación de Valor”, que son los instrumentos utilizados para monitorear la cadena de valor en la GBV.

La creación de valor se ve reflejada en los 4 grupos de inductores de valor que se aprecian en la Figura 1 y que se describen a continuación: 1) Micro inductores que corresponde a los Inductores Estratégicos y Competencias Empresariales, 2) Inductores Operativos que incluye Margen EBITDA, Productividad del Capital de Trabajo Neto Operativo (PKTNO), Productividad Activo Operativo (PAO), 3) Inductores Financieros que incluye Riesgo, Escudo Fiscal, Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) y 4) Macro inductores que incluye ROA, ROE y Flujo de Caja Libre (FCL).

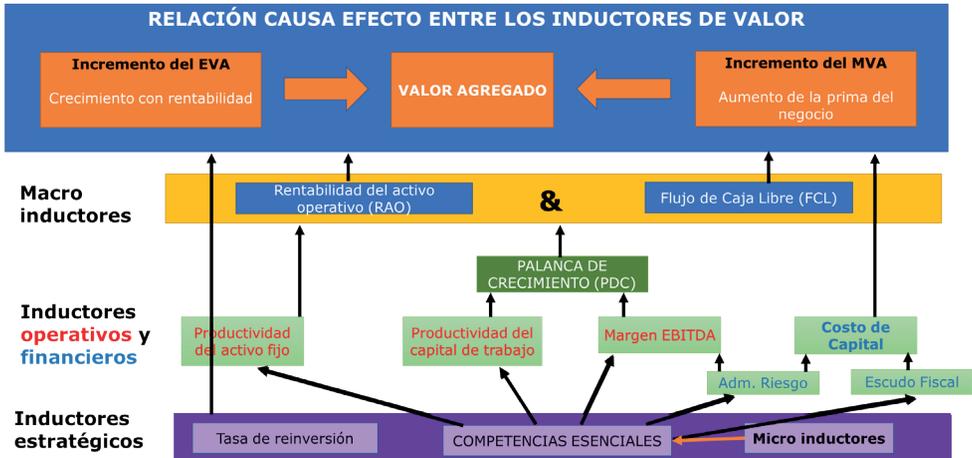


Figura 1 - Inductores de valor y sus relaciones planteadas por García (2003)

Según García (2003) los tipos de efectos que pueden observarse en la empresa al aplicar estrategias de GBV son: 1. Liberación de fondos ociosos. 2. Incremento de la “Utilidad Operativa Después de Impuestos” (UODI) sin realizar inversión alguna para lograrlo. 3. Inversión en proyectos que generen una “Rentabilidad del Activo Neto” (RAN) superior al costo de capital y desinversión en actividades que rindan menos que él (García, 2003).

El Margen EBITDA muestra, en términos de porcentaje, la capacidad de la empresa para generar efectivo, por cada peso de ventas. Lo ideal es lograr un alto margen, ya que esto muestra cómo los ingresos superan los desembolsos en efectivo. Por lo tanto, uno de los esfuerzos fundamentales de la administración es lograr el crecimiento de dicho margen. Esto, indudablemente, se reflejará en una mejora operacional del negocio y se incrementarán las posibilidades de permanencia, crecimiento y generación de valor.

**Ejemplo Margen EBITDA:** Suponga ahora que los cargos por depreciaciones y amortizaciones de la empresa comercializadora registrados en su cuenta de resultado fueron de \$16 millones en cada año. Con esta nueva información puede calcularse el EBITDA y observarse **¿en qué proporción se incrementó en 2019.?**

Cuenta	2018	2019	% Δ
Ventas (miles de USD)	100.000	125.000	25%
= Resultado Operativo	30.000	39.000	30%
Margen Operativo	30%	31,2%	
(+) Deprec. y Amortiz.	16.000	16.000	
<b>EBITDA</b>	<b>46.000</b>	<b>55.000</b>	<b>19,6%</b>

Tabla 1 - Cálculo de Margen EBITDA para una empresa comercializadora

En la Tabla 1 se aprecia que el EBITDA, es el resultado que realmente se gestiona, creció en menor proporción que las ventas, lo que implica que el **Margen EBITDA** debió *disminuir*, lo cual efectivamente sucedió. Pasó del **46%** (46.000/100.000) en 2018 al **44%** (55.000/125.000) en 2019. Esto significa que, en relación con el año anterior, la empresa está recibiendo **dos centavos menos** por cada **peso vendido**.

La Productividad de Capital de Trabajo Neto Operativo (PKTNO) es un inductor operativo que permite determinar de qué manera la gerencia de la empresa está aprovechando los recursos comprometidos en capital de trabajo para generar valor agregado para los propietarios y es igual a: **KTNO / Ventas**. Se interpretaría como la cantidad de céntimos que se requieren en capital de trabajo por cada peso que la empresa vende. La eficiencia en la administración del capital de trabajo resulta de mantener una cifra lo más pequeña posible.

Tomando la información sobre la estructura de **capital de trabajo** de las empresas A y B del siguiente cuadro, se deducen los siguientes indicadores de productividad de capital de trabajo: **PKTNO A = 295 / 1.000 = 29,5%**, **PKTNO B = 140 / 1.000 = 14%**. La empresa B es más eficiente en la medida en que para operar requiere menos capital de trabajo por peso vendido.

Nombre de Empresa	A		B	
	2018	2019	2018	2019
Ventas	1.000	1.200	1.000	1.200
Cientes y Ctas. x Cobrar	250	300	167	200
Inventario	75	90	33	40
<b>(=) KT Operativo</b>	<b>325</b>	<b>390</b>	<b>200</b>	<b>240</b>
(-) Proveedores y Ctas. x Pagar	30	36	60	72
<b>KTNO</b>	<b>295</b>	<b>354</b>	<b>140</b>	<b>168</b>

Figura 2 - Cálculo de Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO) para las empresas A y B

Se puede apreciar en la Figura 2 que el crecimiento de los **clientes**, el **inventario** y los **proveedores** siempre es del **20%**, igual al crecimiento de las ventas. **¿Cómo deberían ser financiados esos requerimientos de KTNO?** Con el propio flujo de caja de la empresa. De no ser así habría que estar recurriendo período tras período, en financiación adicional. El indicador de PKTNO sirve para determinar requerimientos de capital de trabajo, dado un determinado incremento en las ventas.

Algunos autores afirman que “La utilidad es una opinión y el efectivo, una realidad”. Para calcular el flujo de caja bruto, a la utilidad neta se le suman los intereses, depreciaciones y amortizaciones. En la obtención del **flujo de caja libre**, se le resta al flujo de caja bruto, la inversión en KTNO y la reposición de activos fijos. En la determinación del **flujo de caja libre**, se restan los **requerimientos de KTNO**, que son una inversión

necesaria para operar adecuadamente; también se resta la reposición de activos fijos. La inversión necesaria para continuar las operaciones, sin aumentar la capacidad instalada; se obtiene el flujo de caja libre que permite atender el servicio a la deuda, los intereses y abono al capital, establecer una política adecuada de reparto de utilidades y realizar inversiones estratégicas.

<b>Utilidad Operativa o EBIT</b>	40.197.000
- Pago de Impuestos (32%)	-12.863.040
<b>Utilidad Operat. Desp. Imp. (UODI)</b>	<b>27.333.960</b>
+ Gastos de Depreciación	1.697.000
+ Gastos de Amortización	503.000
+ Gasto de Provisiones	351.000
<b>Flujo de Caja Bruto (FCB)</b>	<b>29.884.960</b>
+/- Reposición del KTNO	13.270.000
+/- Reposición de Activos Fijos	3.457.120
<b>Flujo de Caja Libre (FCL)</b>	<b>13.157.840</b>

Figura 3 - Flujo de Caja Libre de una empresa comercializadora.

Se puede apreciar en la Figura 3 que el Flujo de Caja Libre generado por la empresa es de 13.157.840 millones de pesos y está disponible para pagar el servicio de la deuda (capital e intereses), invertir en nuevos proyectos que generen rendimientos a futuro, pagar impuestos y repartir utilidades a los accionistas.

La Palanca De Crecimiento (PDC) permite determinar qué tan atractivo es para una empresa crecer y por lo tanto da una idea con respecto a si el crecimiento agregará o no valor a los propietarios. **Margen EBITDA** = EBITDA / Ventas. **PKTO** = KTO (Ctas. x Cobrar + Inventarios – Ctas. x Pagar a Proveedores) / Ventas. Su fórmula de cálculo es: **PDC = Margen EBITDA / PKTO**.

Ejemplo: Suponga que una empresa, por su estructura de capital de trabajo y estado de resultados, mantiene un Margen EBITDA igual a 0,22 mientras que su PKTO es 0,35. Esto significa que, si decide crecer, cada \$ 1 peso adicional de ventas producirá 22 centavos de caja bruta, pero igualmente, ese peso adicional demandará una inversión en KTNO de 35 centavos. Lo anterior significa que para poder vender ese peso adicional faltarían 13 centavos, es decir, que dada esa estructura de capital de trabajo y margen EBITDA el crecimiento no es atractivo, ya que demandaría caja en vez de liberarla. **PDC = 0,22 / 0,35 = 0,62**. Para que el crecimiento libere caja el Margen EBITDA debería ser mayor que la PKTO, es decir, que la relación entre el primero y el segundo indicador debería ser mayor que uno (1). Cuando  $PDC < 1$ , se dice que hay una Brecha entre Margen EBITDA y PKTO, pero cuando  $PDC > 1$  se dice que habrá Remanente.

Empresa	A	B
Margen EBITDA	20%	6,7%
PKTO	30%	10%
PDC	6,7%	6,7%
<b>Brecha</b>	-10%	3,3%

Tabla 2 - Cálculo de Palanca de Crecimiento para 2 empresas comercializadoras A y B

En la Tabla 2 se aprecian 2 empresas comercializadoras A y B con el mismo valor de PDC, pero diferente valor de brecha. **¿Cuál de las dos empresas enfrenta un problema más delicado?** La empresa A enfrenta un problema mayor, ya que, al haber una mayor brecha, las acciones que debe emprender para lograr una PDC favorable no solamente serán de mayor envergadura, sino que también pueden tomar más tiempo en producir resultados.

El costo de oportunidad del capital es el rendimiento al que renuncia el inversionista cuando acepta una inversión nueva. El costo de capital (*CC*) o costo de oportunidad del inversionista, es el mejor rendimiento esperado disponible que se ofrece en el mercado sobre una inversión de riesgo y plazo comparables con el flujo de efectivo que se descuenta. El *CC* es un indicador que permite conocer el costo de los recursos financieros utilizados en la operación de la empresa y es de gran importancia en la toma de decisiones financieras ya que sirve como referencia de la rentabilidad mínima que debe obtener la empresa con sus inversiones. El Costo Promedio Ponderado de Capital (*CPPC*) o WACC es el rendimiento mínimo que necesita ganar una empresa para satisfacer a la totalidad de sus inversionistas. Las empresas se financian de 2 formas, con recursos propios que proviene de los accionistas o inversionistas de la empresa y mediante endeudamiento con terceros que pueden ser bancos, corporaciones financieras u otras. Dicho financiamiento implica la devolución del capital recibido más una remuneración causada por la utilización de dichos recursos. Ese costo se materializa en forma de una tasa de interés, que corresponde a la suma ponderada de 2 fuentes: Patrimonio (Equity) y Deuda. Para el caso del capital contable o capital accionario se denomina Costo del Equity ( $K_E$ ) y representa el valor en el mercado del capital accionario de una empresa. Para calcularlo se toma el número de acciones en circulación y se multiplica por su precio unitario. Cuando la fuente es el valor de mercado de la deuda se denomina Costo de la deuda ( $K_D$ ), dicha tasa se obtiene del costo porcentual que cobran las entidades financieras por los créditos otorgados. La suma de  $K_E$  y  $K_D$  se representa con la letra *V*. Es de vital importancia comprender que el costo de capital de una inversión depende del riesgo de ésta.

La fórmula de cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital (*CPPC*) es:

$$CPPC = K_E * (E / V) + K_D * (D / V) * (1 - T)$$

De donde:  $K_E$  = Costo del Equity,  $K_D$  = Costo de la Deuda,  $E$  = Monto del Patrimonio o valor de capitalización bursátil de la empresa.  $D$  = Monto de la Deuda.  $V$  = Sumatoria de  $E + D$ ,  $T$  = Tasa de impuestos.

Una de las ventajas de financiarse con deuda es que el interés pagado por una corporación es deducible para fines de impuestos, mientras que el pago de dividendos a los accionistas no es deducible.

Suponga que la empresa fabricante de pasteles Doña Dichosa piensa ampliar la fábrica y abrir 2 nuevos establecimientos en la ciudad de Bogotá, para lo cual requiere recursos por \$1.600 millones. Para ello utiliza \$500 millones que tenía reservados, con costo del 10% y el resto lo financia mediante préstamos a 1 año a 3 entidades financieras quienes le ofrecen diferentes montos y tasas de interés fijas. Paga impuestos al 33%. Los datos son:

Nombre entidad	Monto	Tasa i% E.A.
Banco A	\$500.000.000	13%
Banco B	\$400.000.000	14%
Banco C	\$200.000.000	16%

Tabla 3 - Entidades prestadoras de recursos para ampliación de fábrica Doña Dichosa

En la Tabla 3 se aprecia el monto aportado por cada entidad financiera para la ampliación de la fábrica Doña Dichosa. En primer lugar, se pondera el monto de cada préstamo entre el total de deuda y capital.

Nombre entidad	Monto (\$MM)	Tasa i% E.A.	% Participación (préstamo/ total)	% Ponderación (i% * participación)
Banco A	\$500	13%	$\$500 / \$1.600 = 31,25\%$	<b>4,0625%</b>
Banco B	\$400	14%	$\$400 / \$1.600 = 25\%$	<b>3,5%</b>
Banco C	\$200	16%	$\$200 / \$1.600 = 12,55\%$	<b>2,008%</b>
K propio	\$500	10%	$\$500 / \$1.600 = 31,25\%$	<b>3,125%</b>

Tabla 4 - Cálculo de porcentaje de ponderación para la ampliación de fábrica Doña Dichosa

Se aprecia en la Tabla 4 el cálculo del porcentaje de ponderación de cada monto aportado por las entidades financieras y del capital propio. En segundo lugar, se calcula el Costo de la deuda ( $K_D$ ) y se multiplica por  $(1 - \% \text{ impuestos})$  para hallar el costo de la deuda después de impuestos ( $K_{DT}$ )

Finalmente, se aplica la fórmula del Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC):

$$CPPC: K_E * (E / V) + K_{DT} * (D / V)$$

$$CPPC = 10\% * (\$500/\$1.600) + 6,412\% * (\$1.100/\$1.600)$$

$$CPPC = 3,125\% * + 4,408\% = 7,533\%$$

El Valor Económico Agregado (EVA) es una medida financiera consistente que toma en cuenta todos los costos de capital, establece un cargo o ponderación por usarlos, y capitaliza los activos intangibles. Lo creó Stern Stewart & Co. (Joel M. Stern y G. Bennett Stewart III), una consultora de Nueva York. El EVA afirma que sólo se deben tomar decisiones o aceptar proyectos, si la utilidad neta de operación después de impuestos (NOPAT) excede los costos del capital necesario para financiar la inversión. Considera el coste de los recursos utilizados y el riesgo del capital invertido.

Según MacDiarmid, Tholana & Musingwini (2017), los estudiosos de VBM sugieren dos formas de aumento de valor relacionadas con el tiempo: (1) la reducción de los períodos que conforman el ciclo operativo (la reducción del período de fabricación, el período de ventas o el período de cuentas por cobrar), lo que contribuye a la reducción de requerimiento de capital de trabajo (Young, O'Byrne, 2001, p. 48-49) y (2) la reducción del tiempo en el que un nuevo producto o modificación de producto se introduce en el mercado (time to market), lo que contribuye a la prolongación del período de creación de valor (Rappaport, 1986; 1988).

<b>UODI o UAIDI o NOPAT</b> = Utilidad Operativa Después de Impuestos.	<b>AON</b> = Activos Operativos Netos = Inv. CP + Ctas. X Cobrar + Inventarios + Propiedad Planta y Equipo
<b>WACC o CPPC</b> = Costo promedio ponderado de capital.	<b>RUODI (Rentabilidad de la UODI)</b> = UODI / AON

**Fórmulas de cálculo: 1) EVA = AON \* (RUODI – CCPP) y 2) EVA = UODI – (AON \* CCPP)**

Figura 4 - Cuentas necesarias para calcular EVA

El Retorno del Capital Invertido (ROIC) es un indicador que se utiliza para evaluar la eficiencia de una empresa en la asignación de capital a inversiones rentables. El resultado de ROIC se obtiene dividiendo el beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT) por el capital invertido (deuda + patrimonio neto).  $ROIC = EBIT / \text{Capital invertido}$ .

ROIC da una idea de qué tan bien una empresa está utilizando su capital para generar ganancias. La comparación del ROIC de una empresa con su Costo promedio ponderado de capital (CPPC) o WACC, revela si el capital invertido se está utilizando de manera efectiva. También puede usarse ROIC como punto de referencia para calcular el valor de otras empresas. Un método para calcular el capital invertido es sumar el valor en libros del patrimonio de una empresa al valor en libros de su deuda y luego restar los activos no operativos, incluidos el efectivo y los equivalentes de efectivo, los valores negociables y los activos de operaciones discontinuadas.

Bombín (2020) identifica varios factores que inciden sobre los modelos de valor económico:

1. Crecimiento de las ventas. 2. Rentabilidad sobre el capital invertido en las operaciones (ROIC) y riesgo operativo. 3. Coste financiero del capital y riesgo financiero.

A continuación, se detallan algunos posibles escenarios en los que se puede encontrarse una empresa: 1. Empresa madura que ha optimizado su ROIC y su coste de capital y donde  $ROIC > \text{Coste de Capital}$ , pero no consigue crecer sostenidamente. Son empresas en las que la creación de valor es una realidad, pero tienen dificultades para seguir creando más valor. Podríamos hablar de empresas con un reparto de dividendos estable a largo plazo, pero no creciente. Será difícil ver el valor de sus acciones crecer. 2. Empresa en crecimiento, cuyo ROIC es inferior al coste de capital. En estos casos la empresa está definiendo sus fundamentales, como el margen bruto, punto de equilibrio, el capital necesario para seguir creciendo, su política de cobros y pagos, gestión de inventarios, y además, su coste de capital es aún caro, ya que es una empresa con potencial de crecimiento y, por ende, de mayor riesgo que una madura. Aún no ha demostrado su capacidad de crear valor en madurez. Son empresas de expectativas, y si sus fundamentales son buenos y el tamaño del mercado que atacan es muy grande, se puede esperar que el precio de sus acciones disparese. 3. Empresa con dificultades operativas y apalancadas financieramente: El modelo de negocio se agota y no se encuentran nuevas fuentes de crecimiento viable que generen valor a largo plazo. Cuando las empresas tienen dificultades para crecer y/o para generar rentabilidad sobre el capital invertido en las operaciones mayor al coste de capital, juegan en muchos casos la carta de reducir el coste financiero paulatinamente, introduciendo más y más deuda en sus estructuras de capital. La deuda abarata el coste de capital, pero inyecta riesgo financiero. Este tipo de situaciones pone en alto riesgo a las empresas, porque debido a un problema de crecimiento o de rentabilidad operativa, se incrementa el riesgo financiero. Estas empresas son muy vulnerables si llegan caídas en las ventas como las que ocurrieron en la pandemia del Covid-19.

Según Mikołajek-Gocejna (2014), hay que incluir las expectativas de los inversionistas en la evaluación de los resultados de una empresa y considerar la influencia del precio de mercado de las acciones, porque la fórmula de rendimiento económico (ROE) no considera las expectativas de los inversores. Por esta razón, cuando una empresa ha obtenido resultados positivos en cuanto a utilidades, ha generado valor, pero no ha generado valor para el accionista.

Un análisis bibliométrico realizado por Kłeczek, R. (2018), incluye mapa factorial de conceptos y un análisis de estructura conceptual donde se evidencia un cuarto grupo, en color amarillo, que está formado por tres palabras clave: desempeño financiero, capital intelectual, gestión del conocimiento. Marr et al. (2004) es señalado como el artículo más importante para el desarrollo de clusters. Los autores demostraron, a través de un mapa de creación de valor, la importancia de la representación visual de las intenciones estratégicas para comprender cómo los recursos de una organización, especialmente los activos intangibles y el capital intelectual, son útiles para crear valor.

## SISTEMA DE CREACIÓN DE VALOR Y LAS EXPECTATIVAS DE LOS INVERSIONISTAS

De acuerdo con Mikołajek-Gocejna (2014), un estudio realizado por Boston Consulting Group entre 1994 y 2000 reveló que mientras el aumento anual de los resultados fundamentales de las empresas ascendía al 13 %, la prima de expectativas crecía en promedio un 42 % anual. Durante la crisis de 2007-2009, las expectativas eran el 30 % del valor de mercado de una empresa.

La corriente más extendida sobre valor considera el beneficio obtenido, medido a través del indicador EVA, pero requiere conocer los costes en los que la empresa ha incurrido al lograrlo. Otra manera para medir la creación de valor de una empresa es el estudio del valor creado para los accionistas. Puesto que estos son los agentes propietarios de la misma y los más interesados en su buen funcionamiento. Otra tendencia es el estudio del valor de marca en diferentes momentos para analizar su evolución en la gestión empresarial.

La creación de valor considerado como beneficio obtenido, se promueve de tres maneras: 1. A través del Direccionamiento Estratégico. 2. A través de la Gestión Financiera. 3. A través de la Gestión del Talento Humano.

Estas tres alternativas de gestión agrupan, a su vez, los procesos que hacen parte de lo que García (2003) concibe como “El Sistema de Creación de Valor” para los propietarios, que en su opinión son los procesos que deben implementarse para garantizar el fomento de la cultura de la gerencia del valor en la empresa.

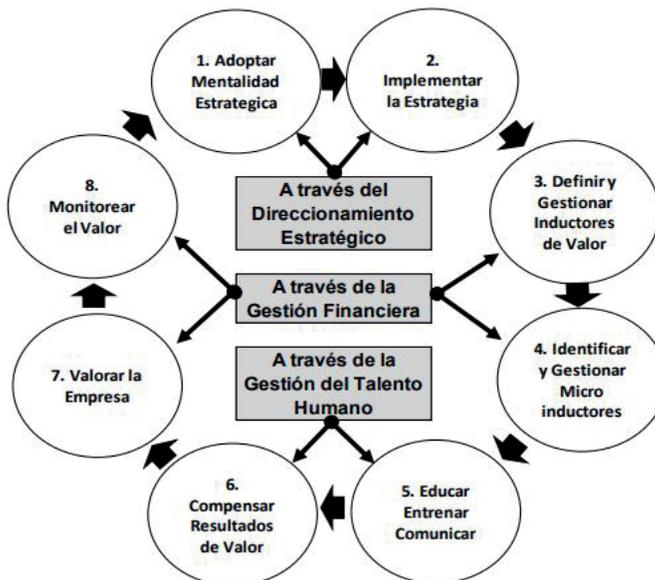


Figura 5 - Sistema de creación de valor propuesto por Oscar León García (2003)

En la Figura 5 se presenta en orden cronológico las fases para conseguir la creación de valor considerando 3 actividades clave de la empresa. A continuación, se explica cada una de las fases:

1. **Adoptar Mentalidad Estratégica:** significa que el gerente, el estratega y sus colaboradores clave, deben definir claramente la apariencia futura de la organización, ya que la generación de valor es el resultado del éxito de la adopción de la estrategia que eligió el gerente.
2. **Implementar la Estrategia:** Se selecciona la herramienta de implementación de la estrategia, se define el procedimiento de evaluación de inversiones y de adecuación de las mejores prácticas para el mejoramiento continuo.
3. **Definir y Gestionar Inductores de Valor:** Determinar las variables asociadas con la operación de la empresa que agregan más valor a los propietarios al incrementar el EVA, para luego promover en todos los niveles de la organización el alineamiento de las decisiones hacia la mejora permanente de esas variables.
4. **Identificar y Gestionar Micro inductores de Valor:** Los micro inductores se utilizan en el proceso de evaluación del desempeño por lo que deben tener en cuenta todas las actividades de la cadena de valor de la empresa.
5. **Educar, Entrenar y Comunicar:** Se debe enseñar a todos los integrantes de la empresa la forma en que las decisiones que toman conducen al alcance de las metas de creación de valor, mediante un sistema de comunicación basado en la repetición, el refuerzo, la recepción y la redundancia en los conceptos del valor.
6. **Compensación por Resultados Asociados con la Creación de Valor:** Motivar a gerentes y empleados para que tomen decisiones generadoras de valor premiándolos de acuerdo con la cantidad generada. En el caso de los gerentes premiar el incremento del EVA, el margen EBITDA y la PKT. En los demás niveles premiar la mejora del Margen EBITDA, la PKT y la PAF. Dichos indicadores están relacionados con las competencias esenciales de la empresa y se materializan en los micro inductores de Valor.
7. **Valorar la Empresa:** Se debe tener disponible un modelo que permita estimar el valor de la empresa para poder determinar el efecto que decisiones alternativas podrían tener.
8. **Monitorear el Valor:** Se utiliza un sistema de indicadores que tenga relación directa con el incremento del EVA y con ellos se realiza el monitoreo de los resultados asociados con el valor agregado. Al gestionar los datos provistos por los estados financieros se obtienen los indicadores de salida del modelo. El EVA se incrementará en relación con el período anterior cuando las inversiones marginales rindan por encima del costo de capital de la empresa.

## DESARROLLANDO LA ESTRATEGIA

A nivel corporativo, la estrategia consiste principalmente en decidir en qué negocios participar, cómo explotar las sinergias potenciales entre las unidades de negocios y cómo asignar recursos entre los negocios. En un contexto de GBV, la alta dirección diseña una estrategia corporativa que maximiza explícitamente el valor general de la empresa, incluida la compra y venta de unidades de negocio, según corresponda. Esa estrategia debe basarse en una comprensión profunda de las estrategias de las unidades de negocio.

A nivel de unidad de negocios, el desarrollo de estrategias generalmente implica identificar estrategias alternativas, valorarlas y elegir la que tenga el mayor valor. La estrategia elegida debe explicar cómo la unidad de negocio logrará una ventaja competitiva que le permitirá crear valor.

## ESTABLECIMIENTO DE OBJETIVOS

Una vez establecidas las estrategias para maximizar el valor, deben traducirse en objetivos específicos. El establecimiento de objetivos es muy subjetivo, sin embargo, no se puede subestimar su importancia. Los objetivos son la forma en que la dirección comunica lo que espera lograr. Sin objetivos, las organizaciones no saben adónde ir. Si se establecen objetivos demasiado bajos, es posible que se cumplan, pero el desempeño será mediocre. Si los ponemos en niveles inalcanzables, no lograrán proporcionar ninguna motivación.

Al aplicar la GBV al establecimiento de objetivos, resultan útiles varios principios generales: los objetivos deben basarse en inductores de valor e incluir objetivos tanto financieros como no financieros. Una empresa que realiza un uso intensivo de I+D, por ejemplo, podría mejorar su desempeño financiero a corto plazo aplazando los gastos en I+D, pero esto restaría valor a su capacidad de seguir siendo competitiva en el largo plazo. Una solución es establecer una meta no financiera, como el progreso hacia objetivos específicos de I+D, que complemente las metas financieras.

Adaptar los objetivos a los diferentes niveles dentro de una organización. Los altos directivos de las unidades de negocio deben tener objetivos para el desempeño financiero general y objetivos no financieros para toda la unidad. Los gerentes funcionales necesitan objetivos funcionales, como el costo por unidad y la calidad.

Vincular objetivos de corto plazo con objetivos de largo plazo. Un enfoque que nos gusta especialmente es establecer objetivos de desempeño vinculados para diez años, tres años y un año. Los objetivos a diez años expresan las aspiraciones de una empresa; Los objetivos de tres años definen cuánto progreso debe lograrse dentro de ese período de tiempo para cumplir sus aspiraciones decenales; y el objetivo a un año es un presupuesto de trabajo para los directivos. Idealmente, siempre debería establecer objetivos en términos de valor, pero como el valor siempre se basa en flujos de efectivo futuros a largo plazo y depende de una evaluación del futuro, los objetivos a corto plazo necesitan una medida más inmediata derivada del desempeño real en un solo período. año.

El beneficio económico es una medida del desempeño financiero a corto plazo que está estrechamente vinculada a la creación de valor. Se define como:  $\text{Beneficio económico} = \text{Capital invertido} \times (\text{Retorno del capital invertido} - \text{Costo promedio ponderado del capital})$ .

El beneficio económico mide la brecha entre lo que gana una empresa durante un período y el mínimo que debe ganar para satisfacer a sus inversores. Maximizar el beneficio económico a lo largo del tiempo también maximizará el valor de la empresa.

## PLANES DE ACCIÓN Y PRESUPUESTOS

Los planes de acción traducen la estrategia en los pasos específicos que una organización tomará para lograr sus objetivos, particularmente en el corto plazo. Los planes deben identificar las acciones que la organización tomará para que pueda perseguir sus objetivos de manera metódica.

## MEDICIÓN DEL DESEMPEÑO

Los sistemas de incentivos y medición del desempeño rastrean el progreso en el logro de los objetivos y alientan a los gerentes y otros empleados a alcanzarlos. La GBV puede obligar a una empresa a modificar su enfoque tradicional hacia estos sistemas. En específico, hace que la medición del desempeño pase de estar impulsada por la contabilidad a estar impulsada por la gestión. Los principios clave para desarrollar un sistema de medición del desempeño incluye:

1. Adaptar la medición del desempeño a la unidad de negocio. Cada unidad de negocio debe tener sus propias medidas de desempeño, medidas en las que pueda influir. Muchas empresas intentan utilizar medidas genéricas. Terminan con medidas puramente financieras que tal vez no indiquen a la alta dirección lo que realmente está sucediendo ni permitan comparaciones válidas entre unidades de negocios. Una unidad de negocio puede requerir mucho capital y tener márgenes altos, mientras que otra consume poco capital, pero tiene márgenes bajos. Al comparar ambos basándose únicamente en los márgenes no se cuenta la historia completa.
2. Vincular la medición del desempeño con los objetivos de corto y largo plazo de una unidad. Esto puede parecer obvio, pero los sistemas de medición del desempeño a menudo se basan casi exclusivamente en resultados contables.
3. Combinar el desempeño financiero y operativo en la medición. Con demasiada frecuencia, el desempeño financiero se informa por separado del desempeño operativo, mientras que un informe integrado atendería mejor las necesidades de los gerentes.
4. Identificar medidas de desempeño que sirvan como indicadores de alerta temprana. Los indicadores financieros solo pueden medir lo que ya ha sucedido, cuando sea tarde para tomar medidas correctivas. Los indicadores de alerta temprana pueden ser elementos simples como participación de mercado o tendencias de ventas, o indicadores más sofisticados como los resultados de entrevistas de grupos focales.

Cuando las mediciones del desempeño sean parte establecida de la cultura corporativa y los gerentes se familiaricen con ellas, es hora de revisar el sistema de compensación. Los cambios en la remuneración deben seguir, no conducir, a la implementación de un sistema de gestión basado en valores.

La investigación realizada por Rapp, Schellong, Schmidt & Wolff (2011), encontró que los accionistas consideran la adopción de un sistema de gestión basado en valor como una señal creíble de que la gestión se centrará en los intereses de los accionistas y que dichos sistemas realmente mejoran el valor para los accionistas. Suponiendo que los sistemas GBV son un mecanismo de gobernanza eficaz para alinear los intereses de los accionistas y gerentes, se planteó la hipótesis de que su adopción se ve recompensada por un mejor desempeño del mercado de valores. En la práctica se encontró que las empresas que utilizan sistemas GBV realmente obtienen rendimientos bursátiles mayores. Estos rendimientos, que se ajustan cuidadosamente según el riesgo, son estadísticamente significativos y económicamente interesantes.

## CONCLUSIONES

La Gestión Basada en Valor puede entenderse como el vínculo entre la mentalidad de creación de valor a nivel estratégico con los procesos y sistemas que son necesarios para traducir esa estrategia en acción. Por tanto, el eslabón une la generación de valor corporativo con la creación de valor a nivel proyecto.

La gestión de valor es un proceso dinámico que debe incluir información oportuna y continua que permita medir el valor de mercado de una empresa y su capacidad de generar caja y utilidades. El costo de capital de una inversión depende del riesgo asumido. Cuando la empresa crea valor para sus accionistas, ese valor añadido debería estar reflejado en el precio de las acciones.

Los accionistas consideran la adopción de un sistema de GBV como señal creíble de que la gestión se centrará en los intereses de los accionistas y que dichos sistemas realmente aumentan el valor para los accionistas.

Con la utilización del EVA, no se genera valor, sólo se aplica una herramienta que permite medirlo; por lo tanto, se debe pensar en implementar estrategias para aumentar el valor. La combinación de crecimiento y generación de ROIC, en relación con su costo, es lo que impulsa el flujo de caja y el aumento en el valor.

## REFERENCIAS

Copeland, T. & Dalgoff, A. (2006). Expectations Based-Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(2), pp.82-97. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00089.x>

García, O. L. (2003). *Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA*. Editorial Norma.

Kaufman, G. (2020). *Align Lean and Value-based Management. Operations and Financial Functions at the System Level*. Springer Nature Switzerland. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-38467-8>

Kłeczek, Ryszard (2018). Kłeczek, R. (2018). Company Actions and Value Drivers: Manager Reports from Polish Firms. *Central European Management Journal*, 26(1), 13-26. <https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.217>

Koller, T. (1 de agosto de 1994). *What is value-based management?*. Mckinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/what-is-value-based-management>

MacDiarmid, J., Tholana, T., & Musingwini, C. (2017). Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015. *Resources Policy*, 56, 16-30. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2017.09.008>

Mikołajek-Gocejna (2014). *Investor expectations in Value Based Management*. Springer International Publishing Switzerland. 10.1007/978-3-319-06847-3

Pinto, A.K., Costa, G. A., Portulhak, H. & De Azevedo, S. U. (2022). Value Drivers: Scientific Knowledge Advances and Research Avenues. *Brazilian Administration Review*, 19(4), <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2022220082>

Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*. New York: Free Press.

Young, D.S. & Byrne, S.F. (2001). *EVA and Value-Based Management. A practical Guide to implementation*. New York: McGraw-Hill.