

EVALUACION DE LA GESTION DEL VALOR EN LA EMPRESA: PROPUESTA DE UN MODELO

EVALUATION OF THE VALUE'S ACTION IN THE ENTERPRISE: PROPOSAL OF A PATTERN

ALEX MEDINA GIACOMOZZI

Departamento de Auditoría e Informática, Facultad de Ciencias Empresariales Universidad del Bío-Bío,
Avenida La Castilla s/n, Chillán. E-mail: Alex@ubiobio.cl

RESUMEN

El propósito de este artículo es demostrar la importancia de la gestión de valor por parte de la empresa como única forma de lograr un sostenido crecimiento en el largo plazo, reconociendo los dos grandes componentes que integran esta gestión del valor, como son la creación del valor económico y la distribución de dicho valor creado. Esta creación y distribución del valor son dos facetas de una misma realidad y que no conviene confundir, ya que si bien ambas deben estar en equilibrio, cada uno de ellos está sujeta a sus propias características y particularidades. En este sentido, el presente trabajo desarrolla una propuesta para evaluar la creación de valor en la empresa, mediante la aplicación del modelo del flujo efectivo de libre disponibilidad a una empresa real.

PALABRAS CLAVES: Gestión de valor, Creación de valor, Distribución de valor, Free cash flow, Flujo efectivo de libre disponibilidad.

1. INTRODUCCION

La gestión del valor es un término que se ha estado usando desde hace mucho tiempo en la gestión de empresas (sin hacer distinción entre empresas cotizadas o no), claro que la connotación del mismo ha ido cambiando como consecuencia del gran avance que la sociedad ha tenido en los últimos años, por lo que al comenzar es interesante resaltar algunos conceptos que permitan una mejor comprensión de la relevancia de esta gestión del valor.

En este sentido, la empresa es un ente fundamental dentro de la actividad económica, en la que participan interrelacionadamente diversas personas como agentes económicos y que el motivo que explica el comportamiento de estas personas es el valor económico y

que este valor¹, por ende, depende de las expectativas futuras de estos agentes.

Por lo tanto, desde una perspectiva lógica, es que toda generación de valor lleva implícita su distribución, ya que todo bien puede y debe ser analizado desde el ángulo de su creación y de su apropiación².

¹No es de extrañar que para Bunge (1982), desde un punto de vista económico, el concepto de *valor* sea oscuro y confuso ya que, en palabras de este autor, se lo define de diversas formas, ya sea "en términos de necesidades, otras en términos de demanda o como trabajo socialmente necesario".

²Así como en contabilidad dicha lógica nos lleva a través del principio de dualidad a identificar para todo elemento su inversión y su financiación, lo que conduce a establecer la ecuación (identidad) fundamental *activo = pasivo*, para la gestión del valor dicho principio se puede interpretar de forma más operativa mediante la expresión *valor creado = valor distribuido*.

Lo anterior nos lleva a que esta creación y distribución del valor sean dos facetas de una misma realidad y que no conviene confundir, ya que si bien ambas deben estar en equilibrio, cada una de ellas está sujeta a sus propias características y particularidades.

Todo lo expresado anteriormente nos lleva a resaltar que en el momento actual el papel de la dirección debe estar enfocada hacia este modelo de "gestión del valor", el cual parte de la base que el objetivo genérico de la gestión de empresas es la *eficiente generación y equitativa distribución del valor*.

Bajo este prisma, el cumplimiento de este objetivo genérico pasa por que la empresa cuente en su sistema de dirección con un subsistema de información, tal como lo plantea Broto (2000a), capaz de proveerle de la información necesaria para ayudarlo en la toma de decisiones y en la evaluación del desempeño. Por lo tanto, este sistema de información no sólo debe procurar proveer información retrospectiva³, sino que también información prospectiva.

Por ende, los informes que se emitan deben resaltar aquellos procesos fundamentales que permitan evaluar si la entidad está tendiendo hacia la creación de valor, por lo cual se debe implementar un modelo de informes de gestión que realmente permitan conocer cuánto es el valor creado por la entidad, por lo que esto constituye el objetivo central de este artículo.

Por último, es importante indicar que la empresa no puede actuar directamente sobre el valor (Koller y Mateache, 1997), sino que solamente podrá influir sobre aquellos procesos denominados *conductores de valor*; lo que obliga a la entidad a identificarlos y cuantificarlos para así incorporarlos en sus informes de gestión.

³En esta línea, es claro el aporte del sistema contable como parte de este sistema de información al proveer de información histórica estructurada y periódica, tanto para uso interno, como para uso externo.

2. EL MODELO

Si bien se podría tomar diversos modelos para identificar y cuantificar estos conductores de valor, en nuestra opinión el más apropiado es el modelo de la teoría de la entidad⁴, ya que éste separa lo que es la propiedad de la entidad de su gestión y muestra el valor analítico de sus recursos.

Esta teoría de la entidad indica que los *recursos* que utiliza una empresa son considerados tanto desde el ángulo del destino que estos recursos invertidos, I, tengan (activos = A), como también desde el prisma del origen de estos recursos recibidos como financiación, F, (pasivo = P), lo cual lleva a que cualquier actuación de la empresa será examinada desde un doble enfoque, por lo que cualquier modificación en esta relación de identidad lleva garantizada la coordinación entre los recursos como inversión y financiación.

$$\text{Recursos} \quad I = F \quad A = P \quad (a)$$

Por lo tanto, el uso de esta relación permite comprender mejor los aspectos ocultos al representar esta actividad económica realizada por las empresas con la finalidad de guiar las conductas para generar valor en el futuro. En este sentido, al comparar esta identidad en un instante, por ejemplo en el momento "0": $I_0 = F_0$, con la obtenida en otro instante, por ejemplo en el momento "1": $I_1 = F_1$, se tiene que la diferencia entre las inversiones y su financiación en ambos instantes es la misma: $I_1 - I_0 = F_1 - F_0$ y que toda variación en las inversiones es exactamente igual a la variación obtenida en el financiamiento: $\text{VARIACION I} = \text{VARIACION F}$.

⁴Esta unidad económica llamada empresa ha sido modelada por la teoría contable ya sea desde el ángulo de la *teoría de la entidad*, como desde el prisma de la *teoría de la propiedad*, modelos que son analizados con mayor profundidad en Broto (2000b).

Por ende, al analizar las variaciones obtenidas en esta relación es posible identificar los componentes que provocaron esta alteración y, a partir de este hecho, descubrir cuál de todos ellos son los que realmente están creando valor en la entidad. Naturalmente un análisis retrospectivo es importante, pero más relevante aún es prospectar cuáles van a ser las expectativas de rendimiento de estos recursos en el futuro.

En este prisma, la estimación del valor creado por la empresa implica valorar la entidad en su conjunto (teoría de la entidad), lo cual puede hacerse de acuerdo a una variedad de métodos susceptibles de utilizar, por lo que la elección del método dependerá de los objetivos que se persiguen con la valoración, sin olvidar que sólo tiene sentido la estimación del valor subjetivo (Jaensch, 1974) de la empresa.

No obstante, cualquiera que sea el motivo de la valoración, en definitiva lo que se busca valorar es la capacidad de la dirección para incrementar la riqueza de la empresa. Este hecho hace difícil establecer el valor ideal de la empresa y más complejo aún es escoger el método adecuado para estimar dicho valor (Pisón, 2001).

Si bien existe una amplia variedad de métodos susceptibles de utilizar para la valoración de empresas, su utilidad y connotación es variada, lo que obliga a ser muy cuidadosos en la elección del método, ya que de esto dependerá la validez y aplicabilidad de los resultados obtenidos con la valoración.

Una serie de métodos y clasificaciones⁵ aparecen en diversos textos y publicaciones, entre las que se pueden citar, a modo de ejemplo: Principios de Valoración de empresa de AECA (1996), Fernández (2000, 1999),

⁵Es importante indicar que escapa al objetivo de este trabajo el estudio detallado de los diferentes métodos de valoración de empresas, por lo que a este respecto puede consultarse las publicaciones antes citadas.

Adserà y Viñolas (1997), Pisón (2001), Rojo (1992), Caballer (1994). No obstante lo anterior, los métodos pueden ser agrupados en métodos basados en el valor patrimonial, métodos basados en la cuenta de resultados, métodos basados en el fondo de comercio y métodos basados en el flujo efectivo.

Es importante indicar que el método de valoración de empresas a utilizar debe resaltar un aspecto fundamental y que debe ser el norte de toda organización, cual es la gestión del valor de la misma, lo que determina la preeminencia de aquellos métodos de valoración que permitan estimar este valor creado por la entidad, en contraposición de aquellos otros métodos que no lo permiten.

Naturalmente, partiendo de la premisa de que la búsqueda del incremento del valor económico en la empresa es el norte que mueve a la organización, esto nos lleva a seleccionar y utilizar aquellos métodos que están basados en la creación de valor para la valoración de la empresa.

Por tanto, para llegar a determinar qué métodos son los más adecuados para la estimación del valor creado se debe tener en consideración tres elementos determinantes del valor, como son la *rentabilidad económica esperada*, *el tiempo* en que ésta se pueda mantener y *el riesgo* inherente a esta rentabilidad económica esperada (Martín y Petty, 2001).

Es importante indicar que esta rentabilidad económica no es lo mismo que la rentabilidad contable (López, 1999); por ende, aquellos métodos de valoración que utilizan la información contable para valorar la empresa se ven enfrentados a una serie de problemas, descritos muy acertadamente por Martín y Petty (2001).

Así, en la elección del método de valoración a utilizar se debe tener muy en cuenta los problemas anteriores, por lo que los métodos contables, ya sea basados en el valor patrimonial o basados en la cuenta de resultados, presentan todos y cada uno de los problemas recién reseñados, por lo que no

son apropiados para determinar el valor creado por la empresa.

En cuanto a los métodos basados en el fondo de comercio, su gran deficiencia, en palabras de Adserà y Viñolas (1997), “es que considera que la empresa genera valor por encima de su valor sustancial, desde el momento en que las inversiones rinden a un nivel superior a la tasa sin riesgo y no comparativamente con el coste de capital”.

Por último, hemos dejado para el final los métodos basados en el flujo de efectivo. Estos métodos son los únicos que cumplen las tres condiciones determinantes del valor y no presentan los problemas expuestos en los párrafos anteriores, por lo que permiten medir realmente el valor creado por la empresa.

Este mismo planteamiento es sustentado por destacados autores, entre los que se pueden citar a Copeland, Koller y Murrin (1990), Stewart (2000), Rappaport (1998), López (1999), Gómez-Bezares y Santibáñez (1997), Koller y Mateache (1997), Martín y Petty (2001), Adserà y Viñolas (1997), Stern, Shiely y Ross (2002), etc.

Un planteamiento similar y muy acertado es el expuesto por Cuervo (1994), el cual indica que desde el punto de vista de la entidad, “el único criterio válido, acorde con una situación de equilibrio estable, es maximizar la riqueza conjunta de todos los que poseen un derecho sobre los activos y flujos de caja generados por la empresa”.

Por tanto, nos encontramos con dos métodos basados en el flujo efectivo; por un lado, el método del flujo de efectivo de libre disposición, FEL (conocido como FCF, por su sigla en inglés, free cash flow), que es un término acuñado por Copeland, Koller y Murrin (1990) en su propuesta metodológica para la valoración de empresas y, por otro lado, el método del valor económico añadido, VEA (Economic Value Added, EVA), que fue creado por la consultora Stern Stewart & Co. como metodología para la valoración de empresas.

En este prisma, la valoración de un activo en particular o de toda una organización puede ser hecha financieramente de acuerdo con la corriente de efectivo que genera o, mejor dicho, que generará a lo largo de su vida, por lo que se podría aplicar para su determinación el método VEA o FEL.

El método VEA ha tenido una gran divulgación en la literatura y en diversas publicaciones del ámbito económico, pero no ha ocurrido lo mismo con el método FEL, por lo que este trabajo se centrará en la exposición del este último método, para así resaltar su relevancia y utilidad para la organización y la comunidad económica en general.

Si bien con ambos métodos se puede establecer el valor creado por la organización (Stewart, 2000), la gran diferencia entre ellos radica en que el FEL, además de estimar el valor económico creado, muestra el valor distribuido del mismo (Copeland, Koller y Murrin, 1990; Adserà y Viñolas, 1997), lo cual lo hace mucho más consistente a la hora de utilizarlo como parte del proceso de cuantificación de la estrategia o como herramienta para ser utilizada en el control de gestión de la entidad.

En este contexto, al valorar una empresa para los financiadores, es importante prospectar la capacidad que tendrá la entidad para generar flujos de efectivo que puedan utilizarse libremente, FEL, para así atender a la financiación de la misma, naturalmente al aplicar al FEL lo indicado en la identidad (a), el mismo principio de dualidad garantiza que el FEL generado tenga su contrapartida en la formulación de su distribución y que se expresa en la ecuación (b).

$$\text{FEL generado} = \text{FEL distribuido} \quad (b)$$

Por lo tanto, si el FEL es la magnitud relevante para prospectar la generación de recursos, este hecho nos llevará necesariamente a identificar aquellos conductores de valor

que lo provocan y de su adecuada gestión dependerá la capacidad de la empresa para generar valor en el futuro (valor sintético).

2.1. FLUJO EFECTIVO DE LIBRE DISPONIBILIDAD

Este método FEL es igual, para un período, a la diferencia entre el beneficio operativo neto menos impuestos ajustados, BONMIA, y la cifra de nueva inversión neta, CNIN⁶, tal como lo expresa la fórmula (c). Ahora, el valor presente, VP_{FEL} , de cada uno de estos “n” flujos futuros se determina mediante el descuento a la tasa de costo promedio ponderado de capital, CPPC, más el correspondiente valor de continuidad, VC, tal como se muestra en la fórmula (e):

$$FEL = BONMIA - CNIN \quad (c)$$

$$VP_{FEL} = \left[\sum_{t=1}^n [FEL_t / (1 + CPPC)^t] \right] + [VC / (1 + CPPC)^n] \quad (e)$$

En definitiva, el valor creado (o destruido) de una empresa se establece por la diferencia existente entre el valor presente obtenido de un período con el determinado para otro período, a saber:

$$\begin{aligned} \text{Valor creado} &= VP_{FEL2} > VP_{FEL1} \\ \text{Valor destruido} &= VP_{FEL2} < VP_{FEL1} \end{aligned}$$

2.2. COMPROBACION DEL MODELO

Como una forma de ratificar la gran utilidad de este modelo para evaluar la gestión del valor, se procede a continuación a apli-

carlo a una empresa⁷, por lo que para este evento se utilizará la información contable obtenida de dicha entidad.

En este sentido, para evaluar retrospectivamente la gestión del valor se requiere contar con varios estados finales ya publicados de la empresa. Se han obtenido los correspondientes balances y cuentas de resultados desde 1994 a 1999. Estos estados contienen determinados ajustes contables de acuerdo a la legislación chilena, lo que obliga, antes de entrar al análisis de la creación del valor, eliminar extracontablemente aquellos ajustes que han provocado una alteración ficticia de los saldos del balance y del resultado de cada ejercicio, como son la corrección monetaria y los ajustes al valor patrimonial proporcional.

Ahora, con estos estados ajustados ya es posible evaluar la gestión del valor siguiendo el modelo expuesto en el capítulo anterior, lo que implica determinar el FEL generado y su distribución para cada uno de los años analizados, la obtención del valor de la empresa y el análisis de los conductores de valor.

Para la obtención del FEL se requiere previamente determinar los siguientes estados:

- **Distribución del resultado.** Este se obtiene a partir de las cuentas de resultados, de las que se obtiene el BAIT, los ingresos financieros, los gastos financieros y el impuesto sobre los beneficios. Con toda esta información se determina el beneficio de la actividad, la distribución del impuesto a los beneficios y la distribución del remanente del beneficio.
- **Variación en las reservas de utilidades.** Este es otro estado que es relevante obtener, ya que esto permitirá determinar el monto de las utilidades distribuidas y las utilidades que se acumulan por parte de la

⁶Este es idéntico a la diferencia entre la cifra de nueva inversión bruta, CNIB, y la amortización, A.

⁷Basado en los antecedentes de una empresa real, ubicada en Chile.

empresa y que se obtiene a partir de la comparación de los saldos de las reservas que aparecen en cada uno de los años de los respectivos balances.

- **Impuesto a los beneficios sobre el BAIT ajustado.** Este considera el impuesto a los beneficios sobre los ingresos financieros y los gastos financieros, con una tasa de impuesto a la renta de un 15%.
- **Capital de trabajo operativo neto.** Este se obtiene por diferencia entre el activo circulante de explotación y el pasivo circulante de explotación de cada uno de los balances en estudio.

- **Cifra de inversión.** Con la información expuesta en los balances más lo indicado en el punto anterior, es posible determinar la cifra de inversión, tanto desde el ángulo de la inversión como de la financiación.

Por lo tanto, con estos antecedentes más los respectivos balances y estados de resultado, es posible determinar el estado de flujo efectivo de libre disposición, tanto generado como distribuido y que se muestra en la Tabla 1.

TABLA 1. Estado de flujo efectivo de libre disposición.

	95	96	97	98	99
	FEL generado				
Benef ante de intereses e Imptos	64.009	232.330	228.803	43.823	61.781
Impuestos (-)	3.206	30.624	26.147	6.971	6.057
Impuestos diferidos (+/-)	0	0	0	0	0
BONMIA	60.803	201.706	202.656	36.852	55.722
Amortizaciones (+)	5.767	5.675	10.192	17.602	19.617
Flujo efectivo bruto	66.570	207.381	212.848	54.454	75.341
Inversión bruta del período (-)	18.074	184.696	84.821	70.033	83.752
Variación Capital trabajo (+/-)	12.606	172.082	39.935	24.896	64.959
Incremento activo fijo (+)	-429	11.928	36.045	32.616	20.255
Variación neta otros activos (+/-)	5.897	686	8.841	12.521	(1.462)
FEL de las operaciones	48.496	22.685	128.027	-15.579	-8.411
Flujo efectivo no operacional (+)	0	0	0	111	273
FEL generado	48.496	22.685	128.027	-15.468	-8.138
	FEL distribuido				
Pagos (cobros)	10.047	1.314	113.662	-36.428	-21.701
Variación Inv. Financ. Temp.	-3.363	-18.988	20.704	-12.950	2.460
Variación deuda financiera	13.410	20.302	92.958	-23.478	-24.161
Variación fondos propios	0	0	0	0	0
Pagos (cobros)	38.449	21.371	14.365	20.960	13.563
Intereses	21.890	23.501	18.403	14.377	10.283
Resultado distribuido	21.844	0	0	9.398	3.661
Ingresos financieros (-)	5.285	2.130	4.038	2.815	382
FEL distribuido	48.496	22.685	128.027	-15.468	-8.138

Fuente: Elaboración propia.

Una vez obtenido el FEL para cada uno de los años, se procede a estimar el valor como empresa, ya que esto permitirá conocer si la empresa está o no creando valor con las actividades desarrolladas, por lo tanto, se

procederá a determinar el valor de la empresa, VE, para los años 1995 y 1996 a partir de la información expuesta en la Tabla 1, pero agregando el valor de continuidad, VC⁸, con una tasa de descuento del 10%, a saber:

$$VE_{95a98} = (48.496 / 1,1) + (22.685 / 1,1^2) + (128.027 / 1,1^3) + (-15.468 / 1,1^4) + (557.230 / 1,1^4) = 529.055$$

$$VE_{96a99} = (22.685 / 1,1) + (128.027 / 1,1^2) + (-15.468 / 1,1^3) + (-8.139 / 1,1^4) + (525.140 / 1,1^4) = 467.928$$

Al analizar el valor de la empresa, claramente se percibe cómo la entidad ha destruido valor al comparar el año 95 (\$ 529.055) con el 96 (\$ 467.928), lo cual demuestra la capacidad de este modelo para evaluar la gestión de la organización, por lo que es interesante auscultar más en detalle la situación de la entidad mediante el análisis de la información contenida en el FEL y que está asociada a describir la tendencia que muestran sus conductores de valor.

4. CONCLUSIONES

Como cierre de este trabajo, es importante destacar que los planteamientos teóricos del modelo FEL fueron acompañados con una aplicación a una empresa real y concreta, lo cual ha permitido resaltar las virtudes de este modelo y su relevancia, en la actualidad, para la dirección estratégica de toda empresa.

No obstante lo indicado, es interesante comentar, a modo de conclusión, aquellos aspectos que son gravitantes tanto en la sustentación teórica como en la aplicación práctica de este modelo.

Desde el punto de vista de la sustentación teórica, los aspectos que son interesantes de comentar son los siguientes:

–Que la búsqueda de valor económico es el norte que mueve a los diversos agentes económicos que participan interrelacionadamente dentro de la actividad económica

realizada por la empresa, lo cual nos lleva a que toda entidad debiera implementar un modelo de gestión del valor que permita alcanzar una eficiente generación y equitativa distribución del valor.

–Que siempre se debe tener presente que toda generación de valor lleva implícita su distribución, por lo cual es fundamental tender a la creación de valor como única forma de poder llegar a su distribución.

–Que la empresa no puede actuar directamente sobre la creación de valor sino que solamente podrá influir sobre aquellos procesos denominados *conductores de valor*, lo que obliga a la entidad a identificarlos y cuantificarlos para así poder tender a incrementar el valor de la misma.

–Que la valoración de un activo en particular o de toda una organización puede ser valorizada financieramente de acuerdo con la corriente de efectivo que genera o que generará a lo largo de su vida.

–Que no obstante existen distintos métodos de valoración de empresas, de todos ellos se destaca el método del FEL para evaluar la actuación empresarial, ya que este método permite identificar y cuantificar apropiadamente los conductores de valor.

⁸Para determinar el valor de continuidad se utiliza la fórmula: $VC_{1999} = (1 / CPPC) * BONMIA_{n+1}$, por lo que para el año 1999 se obtiene un VC de \$ 557.230 y para el año 2000 de \$ 525.140.

Ahora, desde un punto de vista de su aplicación práctica, los aspectos relevantes a destacar son los siguientes:

–Que partiendo de la propia información contable (balance y estado de resultados) de la empresa en estudio, se pudo obtener el FEL para cada uno de los años incluidos en el análisis.

–Que al obtener el valor de la empresa se demostró que ésta estaba destruyendo valor, es decir, su valor creado al año 1996 era inferior al obtenido en el año 1995.

REFERENCIAS

- ADSERA, X. y VIÑOLAS, P. (1997): Principios de valoración de empresas, Editorial Deusto, Barcelona.
- ASOCIACION ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACION DE EMPRESAS (1996): Principios de valoración de empresas: Estudio de aplicabilidad de los diferentes métodos de valoración, AECA, Madrid.
- BROTO, J. (2000a): Apuntes de clase de control de gestión, Editorial Copy Center, Zaragoza.
- BROTO, J. (2000b): “La contabilidad, ¿nueva lógica para la implantación de la sociedad del conocimiento?”, Lección inaugural del curso MM-MMI, Universidad de Zaragoza.
- BUNGE, M. (1982): Economía y filosofía, Editorial Tecnos, Madrid.
- CABALLER, V. (1994): Métodos de valoración de empresas, Editorial Pirámide, Madrid.
- CUERVO, A. (1994): Análisis y planificación financiera de la empresa, Editorial Civitas, Madrid.
- COPELAND, T.; KOLLER, T. y MURRIN, J. (1990): Valuation: measuring and managing the value of companies, Editorial John Wiley & Sons, Nueva York.
- FERNANDEZ, P. (1999): Valoración de empresas, Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- FERNANDEZ, P. (2000): Creación de valor para los accionistas, Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- KOLLER, T. y MATEACHE, P. (1997): “Impacto y puesta en marcha de una gestión basada en el valor (VBM)”, Boletín de Estudios Económicos, Vol. LII, N° 162, pp. 409 a 428.
- LOPEZ, F. (1999): “La dirección de negocios orientada a la creación de valor”, Harvard-Deusto Business Review, N° 89, p. 68-77.
- MARTIN, J., y PETTY, J. (2001): La gestión basada en el valor, Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- PISON, I. (2001): Dirección y gestión financiera de la empresa, Editorial Pirámide, Madrid.
- RAPPAPORT, A. (1998): La creación de valor para el accionista, Editorial Deusto, Bilbao.
- ROJO, A. (1992): Contabilidad financiera y de sociedades, Editorial Tebar Flores, Madrid.
- STERN, J., SHIELY, J. y ROSS, I. (2002): El reto del EVA, Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- STEWART, G. (2000): En busca del valor, Editorial Gestión 2000, Barcelona.