

Gerencia Basada en Valor: La Inclusión del Costo Financiero como un Costo de Oportunidad

Vera Colina, Mary A.

Vera Colina, Mary A.
Economista. Licenciada en Contaduría Pública. Magíster en Gerencia de Empresas. Doctorado en Ciencias Económicas. Profesora Asociada de La Universidad del Zulia
maryvera@cantv.net

Recibido: 27-03-06
Revisado: 07-06-06
Aceptado: 04-07-06

El objetivo de este documento es analizar el cambio de paradigma que está ocurriendo en el análisis financiero empresarial, con el fortalecimiento de los modelos asociados a la Gerencia Basada en Valor. Se realiza una investigación documental para recopilar información pertinente sobre el tema, concluyendo que en los aspectos relacionados con la medición del desempeño financiero el principal aporte que tiene este modelo de gestión es la incorporación del costo financiero integral (pasivos y patrimonio) como parte de los costos que deben ser cubiertos por los resultados del negocio. Este planteamiento coincide con el enfoque económico, al basar la toma de decisiones en un análisis de costo-beneficio, donde los costos incluidos van más allá de las consideraciones contables, para incorporar el costo del patrimonio como un costo de oportunidad que debe ser satisfecho para compensar el riesgo asumido por los inversionistas.

Palabras clave: Gerencia Financiera, Gerencia Basada en Valor, Costo de Capital, Creación de Valor, Economía financiera.

RESUMEN

The aim of this document is to analyze the shift of paradigm in financial analysis of firms, which has been a result of the application of Value Based Management models. A documentary research was made to compile pertinent information on the subject, concluding that in aspects related to the measurement of financial performance, the main contribution of these models is that they include the integral financial cost of the firm (debt and equity) like a part of the costs that must be covered by the business performance. We can compare this idea with an economic approach, which bases the decision process on a cost-benefit analysis, including costs beyond the accounting standards, and considering the cost of equity as an opportunity cost that must be satisfied to compensate the risk assumed by investors.

Key words: Financial Management, Value Based Management, Cost of Capital, Value Creation, Financial economics.

ABSTRACT

1. Introducción

Durante décadas, el enfoque contable para la evaluación de la gestión empresarial fue predominante sobre otros criterios financieros de análisis, por lo que maximizar los beneficios o el rendimiento era el objetivo a lograr. Existía la creencia de que los inversionistas se sentían atraídos por aquellas oportunidades de negocio que mostraban una rentabilidad creciente y sostenida en el tiempo, rentabilidad cuantificada de acuerdo a las normas contables establecidas en cada país siguiendo los estándares internacionales en esta disciplina, y generalmente representada por la utilidad neta como variable básica.

En este orden de ideas, en materia de análisis y evaluación financieros el siglo veinte estuvo dominado por técnicas que perseguían diferentes fines, como se resume a continuación:

1. Para la interpretación y análisis de estados financieros: razones o índices de solvencia, liquidez, solidez, endeudamiento a corto y largo plazo, rentabilidad sobre la inversión, rendimiento sobre el patrimonio, rotación de activos (inventarios, cobranzas, pagos, activos totales), márgenes de rentabilidad (bruto, en operaciones, neto, sobre la inversión), entre muchos más.

2. Para el análisis del desempeño bursátil: las utilidades por acción y la razón precio utilidades.

3. En el caso de los indicadores de valoración: valor de mercado de la empresa, valor en libros, valor presente de los flujos futuros, entre otros.

La preferencia por este conjunto de mediciones para evaluar la situación de un negocio fue una realidad en el siglo pasado, y aún mantiene sus adeptos. Sin embargo, en la última década y media, a escala internacional, los expertos comienzan a poner en entredicho la suficiencia de

este tipo de indicadores para evaluar no solo la situación financiera de una empresa sino también la capacidad de sus administradores para gestionarla. No se trata de eliminar completamente los indicadores financieros tradicionales, sino de popularizar el uso de metodologías de análisis que permitan determinar el nivel de creación o destrucción de valor financiero, variable que busca ir más allá de la rentabilidad contable.

Si se analizan los objetivos empresariales desde una óptica financiera, puede afirmarse que éstos confluyen al logro de una finalidad común: maximizar el valor invertido por los accionistas (López y De Luna, 2002; Brealey y Myers, 2003; Besley y Brigham, 2001; Ross et al, 1997; Díez y López, 2001). Cabe entonces preguntarse, como ya lo han hecho muchos especialistas a nivel mundial, si los sistemas tradicionales de contabilidad y de medición del desempeño financiero son suficientes para evaluar el logro de ese objetivo, o si le sirven como guía al gerente para alcanzar esa maximización de valor.

Son numerosos los artículos e investigaciones que se han publicado al respecto, especialmente en Norteamérica y Europa¹, en los cuales se afirma que debe ser rediseñada la manera en la cual se han estado evaluando las empresas durante tanto tiempo, para que esa evaluación deje de basarse solo en indicadores netamente contables (basados en la generación de utilidades), en mediciones que solo consideran variables aisladas del mismo todo, y comience a guiarse por resultados que representen la creación del valor de negocio, tanto en tiempo presente como futuro, y que al mismo tiempo arroje resultados cónsonos con la apreciación que los mercados financieros de valores tienen de cada negocio.

Es importante destacar que la aplicación de

¹ Al respecto pueden citarse los estudios de Rappaport, 1981; Stewart, 1999; Madden, 1999; Weissenrieder, 1997.

técnicas de análisis basadas en la creación de valor no son nada nuevas, ya que desde los años 70 vienen aplicándose regularmente medidas basadas en el descuento de flujos de efectivo para evaluar proyectos de inversión (Valor Presente Neto, Tasa Interna de Retorno), que no son más que indicadores financieros que miden si una determinada alternativa de inversión será capaz de generar mayor valor al invertido en ella. La pregunta es: si se evalúa un proyecto o una empresa, antes de que inicie sus operaciones, basándose en el valor que puede generar en el futuro ¿por qué cambiar el estilo de evaluación a indicadores netamente contables, una vez que ésta comienza a operar?

La razón más contundente en contra de los indicadores convencionales de rentabilidad es que éstos no consideran el costo de todo el capital invertido en la empresa, y por lo tanto no garantiza que el rendimiento esperado por el inversionista sea alcanzado; si el propietario no logra alcanzar sus expectativas de rendimiento, es lógico que el valor de mercado de esa empresa desmejore, aún cuando el análisis tradicional interprete que es un negocio absolutamente rentable. "Para la contabilidad lo propio no cuesta pero lo ajeno si... Si la empresa fuese toda hecha con base a endeudamiento, las deudas bancarias tendrían unos intereses que irían directamente a pérdidas y ganancias. Sin embargo, si la empresa se basa en capital propio, a éste no se le asigna costo... Una empresa puede mostrar utilidades contables y no estar rentando a los accionistas" (Gutiérrez, 1992).

No han sido pocos los que han estudiado este tipo de afirmaciones en todo el mundo (Stewart, 1999), llegando a conclusiones similares: el análisis financiero tradicional sigue siendo de utilidad para evaluar parcialmente la situación de la empresa, pero resulta insuficiente para revelar la capacidad presente y futura del negocio para

cumplir los compromisos con sus accionistas, para generar valor.

En este escrito se analiza brevemente cómo está cambiando la concepción del análisis financiero dentro de las empresas, al sustituir paulatinamente criterios basados en variables netamente contables e incorporar variables económico-financieras dentro del análisis, como es el caso del costo de oportunidad asociado a los recursos invertidos por los accionistas. Todo este cambio de paradigma financiero se lleva a cabo en el marco de la Gerencia Basada en Valor (o Value Based Management, VBM), filosofía gerencial que viene siendo ampliamente promocionada en los últimos años, especialmente por consultores especializados.

2. Limitaciones de los indicadores financieros tradicionales

Como se comentaba en la sección anterior, suele asociarse el desempeño financiero de una organización que persigue fines de lucro con su capacidad para generar utilidades. En este contexto, los indicadores financieros que se han utilizado (y se siguen utilizando) para planificar operaciones futuras, para evaluar resultados obtenidos, y en general, para basar la toma de decisiones gerenciales, son indicadores relacionados con la rentabilidad (Amat, 1999; Hall y Brummer, 1999; Günther et al, 1999), los cuales se caracterizan fundamentalmente por estar basados en los registros de los sistemas contables de cada empresa.

Cada indicador intenta medir un aspecto particular de la rentabilidad alcanzada en un período, ya sea la rentabilidad sobre ventas, sobre inversión, sobre patrimonio; obviamente, la variable principal que se considera en este tipo de análisis es el monto de la utilidad neta (o pérdida)

generada por las actividades de la organización en ese período, o el monto a proyectar para períodos futuros.

Existe una amplia gama de indicadores financieros asociados con la rentabilidad, entre los cuales se destacan los siguientes (se utilizan sus siglas tomadas del idioma inglés):

- Rendimiento sobre las ventas (ROS).
- Rendimiento sobre la inversión (ROI), y sus variaciones, como Rendimiento sobre Activos (ROA) y Rendimiento sobre Capital Empleado (ROCE).
- Rendimiento sobre el patrimonio (ROE).
- Utilidades por acción (EPS).
- Razón Precio/Utilidades (P/E).

Cada una de estos indicadores parten del nivel de utilidad neta alcanzada en el período analizado, utilidad que no considera el rendimiento mínimo que requieren los accionistas para compensar el riesgo asumido en su inversión. Con la excepción de algunos indicadores de rentabilidad operacional (como el caso del ROI y el ROCE), que se determinan a partir de la utilidad antes de intereses e impuestos (utilidad operativa), cada indicador considera que se han descontado todos los costos del negocio, incluyendo como costos financieros solo los que explícitamente se derivan de las obligaciones contractuales del pasivo.

El objetivo de maximizar la creación de valor a los propietarios está ganando adeptos en las organizaciones empresariales a nivel internacional, y este hecho ha obligado a la revisión de los esquemas tradicionales de evaluación financiera basados en los resultados contables. Son diversas las publicaciones que han señalado las deficiencias de este tipo de indicadores, las cuales pueden resumirse en los siguientes planteamientos:

En primer lugar, Wensing (2000: 1) señala al

respecto que:

Las mediciones contables presentan varios problemas serios al ser utilizadas para la medición del desempeño o en el proceso de planificación. En primer lugar, estas mediciones se basan en cifras contables, las cuales se preparan de acuerdo a requerimientos estatutarios y no han sido diseñadas para medición de desempeño... Las mediciones contables se concentran históricamente en el corto plazo, y al utilizarlas en la medición del desempeño o en la planificación fallan por no tomar en cuenta el riesgo o el valor del dinero en el tiempo. Los reportes contables se concentran principalmente en el estado de resultados, otorgándole menor importancia a los flujos de efectivo...

Este autor basa su crítica en el hecho de que los indicadores tradicionales se basan en cifras contables, y éstas le otorgan mayor importancia al corto plazo, sin considerar el riesgo ni el valor del dinero en el tiempo, así como tampoco incorporan en el análisis la capacidad de la organización para generar efectivo, ya que se considera más relevante la obtención de utilidades contables.

Según Cachanosky (2002: 14) los resultados contables son variables de acuerdo con el método que se utilice para registrar las operaciones:

Según el método de contabilizar los inventarios (LIFO, FIFO o PPP) obtendremos tres ganancias distintas. Pero además el dinero gastado en Investigación y Desarrollo puede contabilizarse de dos maneras diferentes. De manera que a cada uno de los tres resultados anteriores le corresponde otros dos. Con lo cual ya tenemos 6 definiciones distintas de ganancia, según el método contable que se utilice.

También cuando una empresa compra a otra puede contabilizar la compra de dos maneras diferentes. O sea que a cada una de las 6 definiciones de ganancias anteriores le corresponde otras dos. Así llegamos a 12 definiciones de ganancias distintas. Si no es que además incluimos los distintos criterios de amortizar.

Por su parte, Rappaport (1981, 1998) destaca el bajo nivel de correlación existente entre este tipo de indicadores y el valor de la empresa en el mercado accionario, señalando además que "... tienen limitaciones para ser utilizados como estándares para evaluar el desempeño financiero corporativo" (Rappaport, 1981: 139). Esta afirmación la basa este experto en razones como las siguientes: utilización de diferentes métodos de registro contable en cada empresa (LIFO, FIFO, métodos de depreciación); no inclusión del nivel de riesgo del negocio; no toman en cuenta los cambios potenciales en la estructura financiera de la empresa ni en su costo de capital; no se incorpora al análisis la política de dividendos de la empresa, ni el horizonte temporal para el cual se evalúa el rendimiento de los accionistas.

En el mismo orden de ideas pueden citarse otros autores (Copeland et al, 2000; Stewart, 1999; Amat, 1999; Gutiérrez, 1992) que señalan estas y otras limitaciones en los indicadores tradicionales, y las toman como punto de partida para proponer nuevos esquemas de medición que se ajusten a los postulados de la creación de valor, esquemas que están reintroduciendo en los reportes gerenciales la concepción microeconómica de los costos, considerando no sólo los usos alternativos que tienen los recursos (costos de oportunidad), sino también las influencia del tiempo en los resultados del negocio (decisiones intertemporales).

Es necesario destacar que la simple adopción

de una nueva metodología para medir el desempeño financiero no es garantía de éxito, ya que la utilización de cualquier indicador financiero debe estar enmarcado en una estrategia integral donde se encuentren claramente definidas las metas a alcanzar en el período, y se decida a través de que tipo de medición serán evaluadas esas metas. Por esto, los promotores del modelo gerencial basado en la creación de valor no se limitan a sugerir la introducción de nuevas metodologías financieras para evaluar el desempeño, sino que éstas deben ser consideradas como parte de toda una estrategia que conduzca al objetivo de maximizar el valor de la inversión realizada en la empresa (Vera, 2000).

3. La gerencia basada en valor

Para la comprensión de este enfoque es necesario precisar lo que se entiende por creación de valor. En términos financieros, una decisión, acción, inversión o transacción contribuye a la creación de valor cuando es capaz de retornar un monto de dinero superior a lo invertido inicialmente, y es capaz de cubrir todos los costos asociados, incluyendo los costos de oportunidad de los recursos invertidos. Es decir, una operación que genera ingresos suficientes para exceder sus costos operativos, contablemente arroja una utilidad; si ese excedente permite pagar gastos de intereses e impuestos, contablemente existe una utilidad; pero si esa utilidad no satisface el rendimiento esperado por el propietario, si no cubre el costo de oportunidad de los recursos invertidos en el negocio, esa operación no está creando valor, por lo contrario, lo está destruyendo. En resumen, se crea valor al obtener un rendimiento superior al costo de oportunidad del capital invertido (Copeland et al, 2000).

La creación de valor como criterio para la toma

de decisiones ha estado presente en las empresas desde hace mucho tiempo, específicamente en el área de la planificación de nuevas inversiones. La adopción de este criterio en la gerencia de las operaciones corrientes de las organizaciones comienza a tomar fuerza a principios de los años 80, de la mano de la propuesta de Rappaport (1981), que plantea que los resultados de la empresa deben ser evaluados de acuerdo a su contribución a la creación o destrucción del valor de la inversión realizada por los propietarios. La propuesta que se dio a conocer inicialmente con el nombre de Enfoque del Valor del Accionista (Shareholder Value Approach) ha ido ganando partidarios, hasta convertirse en una filosofía de gestión empresarial denominada Gerencia Basada en Valor (VBM).

Para definirla en pocas palabras, la VBM se relaciona con el diseño y aplicación de una estrategia que integre los procesos del negocio hacia la búsqueda de la mejor utilización de los recursos disponibles (capital), de tal forma que los resultados a generar (medidos no solo en rendimiento financiero, sino también en satisfacción de clientes, empleados y comunidad en general) sean superiores al esperado por los inversionistas.

La VBM va mucho más allá de la simple medición del desempeño, implica una transformación completa de la organización para que sus operaciones conduzcan a la creación de valor. La medición del desempeño y las metodologías financieras que se han diseñado para servirle de apoyo constituyen solo uno de los aspectos que contempla una VBM bien diseñada e implementada; por sí solo, un indicador financiero no es capaz de crear valor. Sin embargo, para explicar como la VBM incorpora en los costos de la empresa los costos de oportunidad de los recursos utilizados, se hará referencia únicamente a algunos aspectos relacionados con las metodologías de medición

asociadas a este enfoque gerencial.

4. Indicadores financieros asociados a la VBM

Son diversos los modelos o metodologías que han sido desarrollados (y siguen desarrollándose) por diferentes agencias de consultoría internacional que intentan dar una respuesta a la búsqueda de instrumentos de medición que puedan estimar la generación de valor en las operaciones y procesos de un negocio. Hasta el presente, un conjunto de ellas ha logrado la mayor aceptación en el mercado empresarial de los países más avanzados y por ello se han seleccionado como indicadores básicos representativos de esta tendencia; estas son:

- El Valor Económico Agregado (Economic Value Added, EVA), marca registrada de la firma de consultores estadounidenses Stern and Stewart (Stewart, 1999). La propuesta básica de esta metodología es tomar la utilidad operacional del negocio, restarle el monto necesario para cumplir con el rendimiento esperado por pasivo y patrimonio, y si la diferencia arroja un monto positivo entonces puede afirmarse que se está creando valor; si por el contrario la cifra resultante es negativa, el negocio experimentó una destrucción de valor en el período. Tanto la utilidad como los costos de capital son ajustados para depurar el efecto de los registros contables, según los estándares que haya aplicado la empresa.
- El Valor del Flujo de Efectivo Agregado (Cash Value Added, CVA), propuesta de los consultores europeos FWC AB (Weissenrieder, 1997). Sus postulados generales son similares al EVA, solo que no parten de la utilidad operativa, sino del flujo de efectivo proveniente de operaciones; es por ello que este indicador no solo mide la creación de valor, sino la capacidad que tiene el

negocio de financiar sus operaciones futuras al mismo tiempo que cumple con el rendimiento requerido por sus inversionistas.

- El Rendimiento del Flujo de Efectivo sobre la Inversión (Cash Flow Return on Investment, CFROI), utilizado por consultores estadounidenses como HOTL Associates y BCG (Madden, 1999). En este caso se refiere a la estimación de un rendimiento en términos porcentuales, que de resultar superior a la rentabilidad promedio esperada por los inversionistas (pasivo y patrimonio) se interpretará como creación de valor.

Todas las metodologías señaladas pueden ser calculadas para varios períodos de análisis, por lo que su interpretación sobre la creación o destrucción de valor no debe limitarse al corto plazo, sino que debe considerar la comparación de resultados intertemporales. Esto implica que los resultados negativos que se obtengan en algún período no deben traducirse necesariamente en un proceso de destrucción de valor definitivo, a menos que este sea constatado en el largo plazo, a través de la proyección de varios períodos de tiempo.

Igualmente, al considerar la totalidad de los costos financieros como una obligación, no se está afirmando que estos montos deban ser entregados efectivamente a los inversionistas, ya que en la medida en que las operaciones del negocio sean capaces de retribuir el rendimiento mínimo esperado, puede evaluarse la alternativa de reinvertir esos resultados en las operaciones futuras de la empresa (esto dependerá de la política de dividendos definida en la organización).

Se han desarrollado otras metodologías que persiguen el mismo objetivo, con características similares a las mencionadas, pero la selección de

estos 3 indicadores obedece a que son los que han alcanzado mayor aceptación en las corporaciones y empresas de mediano y pequeño tamaño a nivel internacional, especialmente en Norteamérica y Europa, tal como lo han verificado estudios previos².

Paulatinamente, organizaciones empresariales de todas las dimensiones han comenzado a adoptar este tipo de metodologías en la evaluación de sus operaciones y en la planificación de sus estrategias, recordando que la aplicación de éstas no significa una simple estimación matemática de un indicador, sino que involucra todo un cambio en los sistemas de gestión empresarial (Gerencia Basada en Valor). La diseminación de estos nuevos métodos es una realidad a nivel global, y cada día nuevas empresas se suman a la ola. Como lo señala Hoogendoorn (2000: 3), "el concepto de crear y maximizar el valor del accionista es, de hecho, un tema que ha despegado en años recientes, especialmente en los EUA, pero que está incrementando su presencia en todas partes".

Los procedimientos de estimación de estas variables distan de ser complicados, aunque utilicen información relativamente más elaborada que la requerida por los indicadores tradicionales. Los elementos que se encuentran presentes en cada uno de ellos pueden resumirse en los siguientes (Vera, 2000):

- Un método para estimar los resultados de cada período, ya sea que éste se base en el cálculo/proyección de utilidades o flujos de efectivo.
- Un método para estimar el monto del capital invertido en las operaciones, tanto lo correspondiente a recursos propios como de terceros.
- Un método para asignar la tasa de costo de

² Véanse los estudios de Günther, 1997; Peterson y Peterson, 1996; Günther et al, 1999; Evans, 1999; Claes, 2000.

capital representativa para los recursos invertidos.

- La definición de los períodos de tiempo a utilizar en la medición del valor.
- Un método para combinar todos los elementos anteriores en la estimación del valor creado (valor residual o beneficio económico).
- Vínculos que relacionen el monto de valor creado con sus respectivos generadores de valor³.

Cada uno de estos elementos contribuye a que los nuevos indicadores de desempeño financiero constituyan sistemas de medición mucho más completos que los basados en resultados únicamente contables. Si bien es cierto que la información que utilizan parte de los registros contables de la empresa, estos datos son revisados y depurados de tal forma que reflejen una aproximación más cercana a los verdaderos resultados y costos relacionados con las operaciones del negocio.

Interesa destacar el papel que se le otorga a la estimación de costos, ya que es preponderante la consideración de los costos de oportunidad asociados a los recursos invertidos. Cada metodología posee un procedimiento particular para lograr esta medición, pero en términos generales consideran un esquema similar para ello.

5. El costo financiero como costo de oportunidad

Para estimar los indicadores financieros asociados a la VBM, el cálculo de los costos operativos no difiere mucho del procedimiento contable, con la salvedad de que la información utilizada para ello es depurada para evitar inconvenientes relacionados con los diferentes sistemas de registro que pudieran utilizarse. Sin embargo, para medir el resultado final de un período, para calcular la creación o destrucción de valor, se deducen de esos resultados operativos los costos financieros, que a diferencia de los métodos contables, no son considerados solamente costos y erogaciones explícitas (como el pago de intereses de una deuda), sino todo tipo remuneración (pagada o esperada) asociada a los recursos invertidos.

Desde este punto de vista, los costos financieros pasan a dividirse en 2 grandes grupos: (1) los que remuneran al pasivo, y (2) los que remuneran al patrimonio. Así, a cada fuente de recursos se le calcula un costo asociado, para luego obtener un costo promedio representativo de toda la inversión involucrada; este costo promedio suele estar representado por una tasa de costo de capital, expresada en términos porcentuales. Este tratamiento del costo de capital es similar al utilizado en la evaluación financiera de proyectos de inversión, cuando se les asigna una tasa de descuento representativa de sus fuentes de financiamiento.

Los métodos para determinar esta tasa pueden variar entre los diferentes sistemas de medición, utilizando desde lo más simple hasta lo más complejo. Una metodología que tiene amplia

³ Los generadores de valor son los factores operativos que ejercen la mayor influencia en los resultados operativos y financieros del negocio (Knight, 1998: 167), y aunque no forman parte del indicador principal utilizado su identificación es conveniente para la toma de decisiones. Rappaport (1998) identifica 7 macro-generadores financieros de valor: crecimiento de las ventas, margen de utilidad operativa, variación en inversiones de capital fijo, variación en capital de trabajo, tasa impositiva, costo de capital, y duración del crecimiento del valor; estos macro-generadores son demasiado generales para la toma de decisiones en el nivel operativo, por lo que cada gerente operativo debe identificar los micro-generadores que afectan en su unidad o departamento a los macro-generadores financieros, y establecer los vínculos entre ellos.

aceptación por su sencillez de cálculo es el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC, por sus siglas en inglés), aunque algunos expertos lo consideren limitativo y prefieran procedimientos más sofisticados. El cálculo del WACC se resume en la ecuación:

$$WACC = \sum [p_i * (1-t) * (P_i/C)] + \sum [e_j * (E_j/C)]$$

donde:

p_i : costo porcentual de la deuda i .

t : tasa de impuesto corporativo.

P_i : cantidad de la inversión correspondiente a la deuda i .

C : monto total de la inversión o capital empleado en operaciones.

e_j : costo porcentual del aporte de los accionistas j

E_j : cantidad de la inversión correspondiente al aporte de los accionistas j

Se observa que cada fuente de financiamiento tiene su costo asociado, ajustado por el ahorro de impuestos cuando es relevante, como en el caso de los recursos provenientes de la deuda (tax shield). Se recomienda que tanto los costos de las fuentes de financiamiento, como sus ponderaciones en la estructura financiera (P/C , E/C) se expresen según valores de mercado, cuando la empresa cotice sus títulos en mercados de capitales (Copeland et al, 2000).

El costo de los pasivos suele ser conocido, o puede extraerse de la información financiera interna de la empresa. El costo del aporte de los accionistas suele estimarse en forma global para todo el patrimonio, considerando el rendimiento que generaría en el mercado de capitales una

inversión con riesgo similar al negocio que se analiza en determinado momento⁴.

Este último elemento del costo de capital es el que representa mayor diferencia con las metodologías contables tradicionales, ya que al introducir el rendimiento esperado por los inversionistas como un costo financiero, y considerarlo como el rendimiento al que renuncian los accionistas por dejar de invertir en otros negocios de riesgo similar (costo de oportunidad), se le está indicando a la gerencia de la empresa que no sólo debe dedicarse a cubrir costos explícitos, sino que sus operaciones deben rentar lo suficiente para satisfacer esa expectativa. Este elemento cobra una relevancia determinante tanto en la planificación como en la ejecución y evaluación de las operaciones del negocio, ya que mientras sean capaces de generar un rendimiento superior al esperado (creación de valor) se atraerán nuevos recursos para inversiones; en el caso contrario no solo será difícil conseguir recursos para continuar operando, sino que además los recursos ya invertidos pueden ser retirados y migrar hacia negocios con mayor potencial de creación de valor.

Aún cuando los enfoques contables no hayan considerado hasta el presente este tipo de costo financiero en su estructura de análisis, la economía, y más específicamente la microeconomía, siempre lo ha incluido como un costo relevante; es decir, para la economía financiera no resulta algo novedoso. Sin embargo, los principios contables dominaron la esfera de la evaluación del desempeño financiero, mientras que el análisis económico-financiero estuvo reservado por mucho tiempo a la esfera de los proyectos de inversión y al estudio de las variables de los mercados financieros; es por

⁴ Uno de los métodos más populares para determinar el rendimiento esperado por los propietarios es el denominado Método de valuación de activos de capital (CAPM), ampliamente explicado en textos tradicionales de finanzas. Su metodología puede ajustarse a las características de mercados de capitales emergentes (Copeland et al, 2000).

ello que la incorporación del costo promedio de capital a la medición de los resultados financieros de cada período constituye un paso importante para mejorar la toma de decisiones en la empresa, ya que no solo permite sincerar la rentabilidad obtenida considerando el rendimiento esperado para compensar el riesgo del negocio, sino que también facilita la comparación de las acciones planificadas al ejecutar los proyectos de inversión y los resultados alcanzados al comenzar la fase de operaciones corrientes; es decir, se establece un puente que enlaza coherentemente las decisiones de corto y largo plazo.

No se trata de afirmar que el análisis económico supere las bondades del análisis contable, ya que ambas disciplinas son complementarias. Cabe destacar que la ciencia económica muchas veces es criticada por su tendencia a desarrollar modelos matemáticos abstractos bajo supuestos irrepetibles en la realidad, y por esto suele estar más cercana al sector académico que al empresarial. Pero las propuestas que se han desarrollado en el marco de la VBM son una muestra de cómo pueden integrarse las visiones de ambos sectores, combinando variables desarrolladas por diferentes disciplinas.

El análisis contable seguirá presente en las organizaciones, con los ajustes necesarios, ya que aún cuando se utilice una metodología financiera que determine la creación o destrucción de valor en la empresa, es necesario contar con un sistema de indicadores, financieros y no financieros, que explique de donde provienen esos resultados y que identifique las variables que deben ser intervenidas para mejorar los resultados alcanzados. Es decir, muchos de los índices y razones financieras que actualmente son analizados para caracterizar la situación de la empresa, formarán parte de este sistema de indicadores, no para medir resultados, sino como variables representativas de los gene-

radores de valor del negocio.

6. Algunas conclusiones

El principal aporte del surgimiento de la VBM en el área de la medición del desempeño financiero, es la introducción de elementos del análisis económico en la gestión empresarial de operaciones corrientes, y en especial para su evaluación financiera. Por muchos años este tipo de evaluación se limitó al análisis de cifras contables, mientras la economía financiera se dedicaba a evaluar inversiones en el largo plazo o se quedaba plasmada en análisis académicos que no trascendían a la esfera de los negocios.

Los indicadores financieros asociados a la VBM son una demostración de cómo el análisis económico resulta de gran utilidad para la gestión empresarial; este enfoque gerencial combina metodologías y variables desarrolladas por las teorías de la economía financiera y de la contabilidad tradicional, y en su desarrollo han jugado un papel fundamental las firmas de consultoría empresarial, ya que ha sido en esta esfera donde se han conjugado los elementos provenientes de diferentes disciplinas para desarrollar los postulados básicos de la VBM: se crea valor cuando las operaciones del negocio son capaces de generar resultados que cubran las expectativas de rendimiento de los inversionistas, destacando que la gerencia de la empresa debe orientarse hacia el objetivo de maximizar esa creación de valor en el largo plazo.

El logro de ese objetivo debe considerar la inclusión de los costos de todas las fuentes de financiamiento que participan en la empresa, de tal forma que se diseñen estrategias que conduzcan a satisfacer ese rendimiento esperado.

Aún cuando se observa que estos los indicadores de desempeño asociados a la VBM todavía

se basan en información suministrada por registros contables, denotan un esfuerzo por depurar las debilidades presentadas por estos registros, e incorporan en su análisis no solo los costos de oportunidad de los recursos invertidos, sino también aspectos como el riesgo asumido y el valor del dinero en el tiempo (decisiones intertemporales).

7. Referencias bibliográficas

- Amat, O. (1999). EVA, **Valor Económico Agregado**. Bogotá: Editorial Norma.
- Besley, S. y Brigham, E. (2001) **Fundamentos de administración financiera**. México: McGraw-Hill.
- Brealey, R. y Myers, S. (2003). **Principios de finanzas corporativas**. Séptima edición. Madrid: McGraw-Hill.
- Cachanosky, J. (2002.) **Value based management**. Libertas 30. Consultado 6 de abril de 2005.
<http://site.ebrary.com/lib/bibliotecaserbiluz/Doc?id=10060238&ppg=1>.
- Claes, P. (2000). **Value-based Management in Dutch Companies**. Vrije Universiteit (Holanda) Paper presented at the 23rd Annual Congress of the European Accounting Association. (<http://www.bham.ac.uk/EAA/ea2000/canibano.htm> Consultado 15 de agosto de 2000).
- Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J. (2000) **Valuation, measuring and managing the value of companies**. 3rd edition. New York: McKinsey & Company, John Wiley & Sons.
- Díez, L. y López, J. (2001). **Dirección financiera, planificación, gestión y control**. Madrid: Financial Times Prentice Hall.
- Evans, M. (1999). **Creating Value through Financial Management**. (<http://www.exinfm.com/training/index.html> Consultado 13 de marzo de 2000)
- Günther, T. (1997) **Value-based performance measures for decentral organizational units-A critical appraisal**. Dresden University of Technology. Paper presented at the 20th Annual Congress of the European Accounting Association. (<http://www.bham.ac.uk/EAA/ea97/abstracts/GUENTHER.HTM> Consultado 30 de Agosto de 2000)
- Günther, T., LANDROCK, B., MUCHE, T (1999) **Profit versus value based performance measures**. Dresden University of Technology. Paper presented at the 22nd Annual Congress of the European Accounting Association (<http://www.bham.ac.uk/EAA/ea99/abstracts/FRP198A!.html> Consultado 30 de Agosto de 2000)
- Gutiérrez, L. (1992) **Finanzas Prácticas para países en desarrollo**. Colombia: Editorial Norma.
- Hall, J. y Brummer, L. (1999) **The Relationship Between the Market Value of a Company and Internal Performance Measurements**. University of Pretoria (Sur África) (http://papers.ssrn.com/paper.taf?ABSTRACT_ID=141189 Consultado 4 de septiembre de 2000)
- Hoogendoorn, M. (2000) **A Financial Statements Model Based on Shareholder Value**. University of Amsterdam, Holanda. Paper presented at the 23rd Annual Congress of the European Accounting Association. (<http://www.bham.ac.uk/EAA/ea2000/hoo-gend0.htm> Consultado 15 de agosto de 2000)
- López, F. y De Luna, W. (2002) **Finanzas corporativas en la práctica**. Madrid: McGraw-Hill.

- Madden, B. (1999). **CFROI Valuation, a total system approach to valuing the firm**. Oxford: Butterworth - Heinemann.
- Peterson, P. y Peterson, D. (1996) **Company Performance and Measures of Value Added**. The Research Foundation of the Association for Investment Management and Research. Blackwell Publishers.
- Rappaport, A. (1981) Selecting strategies that create shareholder value. En **Harvard Business Review** May - June (139 - 141).
- Rappaport, A. (1998) **Creating shareholder value, a guide for managers and investors**. 2nd edition. New York: The Free Press.
- Ross, S.; Westerfield, R. y Jaffe, J. (1997) **Finanzas Corporativas**. Tercera edición. España: McGraw-Hill.
- Stewart, G. (1999) **The quest for value, the EVA management guide**. Harperbusiness Publishers.
- Vera, M. (2000). Gerencia basada en valor y gerencia financiera. En **Tendencias, Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas**, Universidad de Nariño (Colombia). Vol. I No. 2. Noviembre. pp. 109 - 132.
- Weissenrieder, F. (1997). **Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added**. Gothenburg University y FWC AB (Suecia). (<http://www.anelda.com/> Consultado 18 de septiembre de 1999).
- Wensing, M. (2000). **Relative Strengths and Weaknesses of Financial Analysis Methodologies**. ([Http://www.valueforum.com/articles/methodologies/_relative_strengths.phtml](http://www.valueforum.com/articles/methodologies/_relative_strengths.phtml) Consultado 8 de febrero de 2000).