

Facultad de Ciencias Económicas – Universidad de Buenos Aires
Instituto de Investigaciones Contables “Profesor Juan Alberto Arévalo”

DE LA VALORACIÓN CONTABLE A LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

María Teresa Tascón Fernández

- Dra. MARÍA TERESA TASCÓN FERNÁNDEZ
- Vicedecana de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de León. España.
 - Profesora Titular de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de León. España.

DE LA VALORACIÓN CONTABLE A LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

SUMARIO

- 1. Presentación**
- 2. El valor en contabilidad**
- 3. El valor en Economía financiera**
- 4. Valoración de la empresa ajena a los mercados de valores**
- 5. Valoración de la empresa en los mercados de valores**
- 6. Valoración de las decisiones financieras**

Bibliografía

1. PRESENTACIÓN

Actualmente, la valoración de empresas puede hacerse desde la Contabilidad, desde la Economía financiera, o desde ambas conjuntamente, siendo difícil determinar los límites entre una y otra.

A continuación, vamos a hacer una exposición sobre el concepto y la evolución del valor, tanto contable como financiero, ajustándonos a la cronología en su aparición para establecer el orden: en primer lugar, el valor en Contabilidad; y, a continuación, el valor en Economía financiera.

La Contabilidad valora toda la información que presenta. La valoración forma parte de los postulados e hipótesis con los que trabaja. La Contabilidad empresarial elabora informes sobre la empresa, donde se muestra el valor de su patrimonio y de la renta generada, lo que ha dado lugar a varios métodos de valoración, unos a partir del patrimonio y otros combinando patrimonio y renta.

La Economía financiera valora “todo lo que toca”. De hecho, la valoración constituye su objeto formal como disciplina científica. La Economía financiera de la empresa (gestión empresarial) valora proyectos de la empresa, de inversión y de financiación, y, como parte de la estrategia de añadir valor a la empresa, se ve en la necesidad de valorar el conjunto de la empresa y la gestión realizada.

2. EL VALOR EN CONTABILIDAD

De acuerdo con el principio de dualidad contable o partida doble, medición y valoración, son uno de los postulados e hipótesis de partida, de modo que cualquier transacción tiene que ser

medida y valorada para poder representarla contablemente. En este sentido, «medir» no es más que aplicar una unidad natural de cuenta al objeto o cosa medida, y «valorar», aplicar un coeficiente de conversión de esa unidad natural a la unidad monetaria, o sea, un precio (Cañibano Calvo, 1990, pág. 58). El problema que se plantea es doble: la referencia aplicable para medir; y el precio que se puede poner a esa referencia.

Aplicar unidades naturales de cuenta a los diversos elementos que forman parte de la empresa no es complicado cuando se trata de elementos tangibles, como son los activos materiales. Los derechos de cobro y las obligaciones de pago acordados bajo contratos de diverso tipo tampoco plantean problemas para su medición. Es más complejo entrar en los elementos intangibles que integran la empresa, especialmente si no se hallan delimitados en forma alguna¹. Eso explica el reducido número de activos intangibles que han venido contemplando hasta ahora los Balances contables.

La valoración en unidades monetarias es un proceso teóricamente tan sencillo como aplicar el coeficiente de conversión de unidades naturales de cuenta a unidades monetarias, o sea, aplicar el precio acordado en la transacción. El problema es encontrar el precio de cada cosa.

El valor es “objetivo” en Contabilidad cuando se ha realizado, esto es, cuando ha sido contrastado en el mercado. Y para que no haya distintas posibilidades, nada más objetivo que el precio realmente pagado. Así, la mayoría de los Estados Financieros se elaboran respetando el principio de coste histórico o precio de adquisición, según el cual los elementos adquiridos por la empresa valen lo que se pagó por ellos. Salvo que ese valor histórico resultara ser superior al actual, en cuyo caso se hacen correcciones para que aparezca el menor valor (más “prudente”) que es el actual.

Para cumplir con el principio de imagen fiel, la contabilidad debería reflejar el valor actual de cada elemento dentro del sistema que es la empresa, pero esto no se cumple a causa del principio del coste histórico en dos sentidos: son valores pasados, de la fecha en que se realizó cada adquisición; y son valores de cada elemento tomado individualmente, sin relación alguna con el papel que ese elemento desempeña en la empresa de la que ahora forma parte.

Pero concretemos un poco más los criterios de valoración contables, porque esta primera idea se diversifica notablemente al estudiar elemento por elemento los que se reúnen en un Balance, acercándose más al objetivo. Hay que tener en cuenta, no obstante, que el principio del precio de adquisición y el de prudencia funcionan si se cumple el principio de empresa en funcionamiento, por lo que todos los criterios de valoración se modifican cuando una empresa se encuentra en proceso de enajenación total o parcial, o en caso de liquidación.

¹ Una patente, por ejemplo, es un activo inmaterial, puesto que carece de sustancia física, pero el hecho de que legalmente se delimite la duración del derecho de uso exclusivo hace su medición más sencilla. En cambio, la pericia de un empleado o la buena situación de un establecimiento comercial son activos intangibles muy complicados de medir.

Figura 9.- Valoración contable de elementos patrimoniales

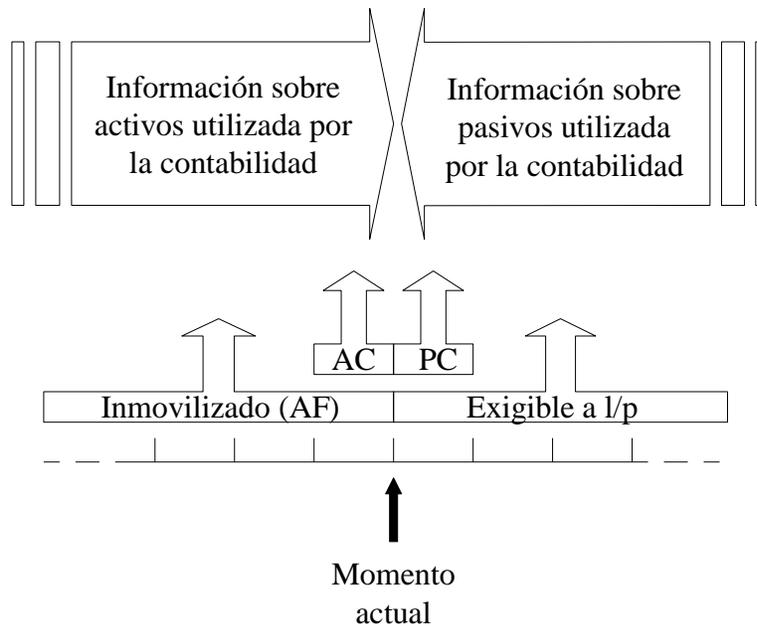
INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL
Elementos adquiridos: Criterio general precio de adquisición. Elementos producidos: Coste de producción (suma de costes de adquisición). Elementos adquiridos a título gratuito: Valor venal = Coste de reposición a la fecha de adquisición. Según principio de prudencia: se corrigen los anteriores mediante amortizaciones, provisiones y pérdidas si el valor de mercado es inferior hasta el límite del valor recuperable por su generación de ingresos para la empresa (valor de uso, respetando principio de empresa en funcionamiento).
VALORES NEGOCIABLES
Criterio general: precio de adquisición a la suscripción o compra. Siguiendo el principio de prudencia: a cierre de ejercicio se debe reflejar el valor de mercado si éste fuera menor (salvo que los títulos sean de empresas del grupo o asociadas, para las cuales se tiene en cuenta el valor teórico contable en lugar del valor de mercado).
DERECHOS DE COBRO NO COMERCIALES
Para créditos por dinero prestado en diversas modalidades, el valor es el importe entregado. Para créditos por venta de inmovilizado, el precio de venta. Siguiendo el principio de prudencia: se dota provisión para reflejar el menor valor derivado del riesgo de insolvencias, o pérdida si la falta de cobro es definitiva.
OBLIGACIONES DE PAGO NO COMERCIALES
Las deudas por dinero tomado a préstamo, en diversas modalidades, se reflejan por su valor de reembolso (valor futuro). Las deudas por compra de inmovilizado, por su valor nominal.
DERECHOS DE COBRO COMERCIALES
Valor nominal. Siguiendo el principio de prudencia: se dota provisión para reflejar el menor valor derivado del riesgo de insolvencias, o pérdida, si la insolvencia es definitiva.
OBLIGACIONES DE PAGO COMERCIALES
Valor nominal.
EXISTENCIAS
Elementos adquiridos: Criterio general precio de adquisición. Elementos producidos: Coste de producción (suma de costes de adquisición). Según el principio de prudencia: se corrigen los anteriores mediante provisiones y pérdidas si el valor de mercado es inferior. Pero, en este caso, el valor de mercado puede ser un valor actual de realización o de reposición, según que se trate de elementos que se adquieren (ej. materias primas) o de elementos que se venden (ej. productos terminados).

Tras este repaso superficial por los criterios de valoración contables de los elementos del patrimonio de una empresa que van a aparecer en el Balance, vemos que no se utiliza solamente el precio histórico, sino:

- Valor de adquisición histórico,
- Valor de producción histórico,
- Valor actual de reposición,
- Valor actual de realización,
- Valor actual de cotización, y
- Valor de reembolso futuro,

pero el acercamiento a valores actuales es siempre a través del principio de prudencia que actúa de forma asimétrica, corrigiendo sólo a la baja; y los únicos valores futuros contabilizados son los de reembolso de las deudas, con un criterio igualmente prudente.

Figura 10.- Origen temporal de los valores contables



Fuente: Elaboración propia

Salvo lo comentado para el inmovilizado respecto al valor recuperable por los ingresos que el elemento vaya a generar a la empresa (valor de uso en la empresa determinada en que nos encontremos), y de las participaciones en capital (valoradas por el patrimonio de la empresa poseída), que se utilizan por excepción, todos los demás criterios son valores de cambio puestos de manifiesto en mercados en los que no se está valorando la empresa, sino elementos de ella, con independencia de su integración en la misma.

Llegados a este punto, cabe preguntarse la bondad del Balance como reflejo del valor de una empresa. La respuesta ha quedado sobradamente argumentada al hablar de los elementos valorados y de los criterios de valoración utilizados. Seguramente, ninguna empresa diría que vale exactamente lo que refleja su Balance de situación. Pero ¿para qué sirve entonces? ¿Tiene alguna utilidad? Sin duda, es un documento muy útil para valorar una empresa, porque proporciona información objetiva sobre una parte importante de la empresa.

En vez de considerar los valores contables adecuados representantes o no del valor global real de la empresa, nos parece mejor identificar sus ventajas e inconvenientes para hacernos idea de su utilidad.

Ventajas:

- Normalización de la información (se sabe cómo se ha elaborado y el significado de cada término);
- Disponibilidad pública;
- Evolución de las normas hacia criterios económicos; y
- Evolución de las normas hacia convergencia internacional.

Inconvenientes:

- Los balances representan el valor patrimonial de la empresa como suma de sus partes y no como unidad generadora de renta;
- Los balances no reflejan todos los activos de la empresa (se muestran sólo algunos intangibles);
- Los activos presentan precios más desfasados cuanto más antiguos sean, con las salvedades del valor de mercado inferior y de las revalorizaciones voluntarias legalmente admitidas; y
- En cuanto a la partida de resultados, se ve notablemente orientada por el principio de prudencia, claramente asimétrico.

Como métodos de valoración de empresas netamente contables, podemos citar el valor patrimonial (o valor neto contable), el valor patrimonial corregido (o valor neto contable corregido) y los métodos mixtos.

3. EL VALOR EN ECONOMÍA FINANCIERA

En sus inicios, la valoración financiera de la empresa coincidía con la valoración contable de la empresa. Pero a medida que ambas disciplinas se distancian, lo hacen también sus técnicas de análisis.

Por un lado, se van introduciendo factores correctores a los datos contables para hacerlos más adecuados a las hipótesis y a las técnicas aplicadas; por otro lado, se realizan previsiones sobre el futuro, lo cual trae consigo el concepto de riesgo, casi ausente de la información contable; y, además, se van formulando nuevos métodos de valoración a partir de teorías o modelos netamente financieros como son el modelo de valoración de activos financieros en equilibrio (*Capital Asset Pricing Model* - CAPM) o el modelo de valoración de opciones (*Option Pricing Model* - OPM).

Por otro lado, a partir de la segunda mitad de los años cincuenta, la gestión financiera de la empresa empezó a evolucionar del clásico objetivo de la maximización del beneficio a la actual maximización del valor de la empresa.

El gestor empieza a preocuparse por el valor de la empresa porque resulta necesario conocer si las decisiones empresariales contribuyen a la consecución de los objetivos y en qué medida, de forma que se empieza a estudiar cada uno de los tipos de decisión financiera en términos del incremento de valor que se puede conseguir con su ejecución.

La cuestión de la valoración se divide así en dos problemas distintos, que Haley y Schall (1979) plantean en forma de interrogantes²:

1. ¿Cómo determina el mercado el valor de la empresa?
2. ¿Cómo afectan las decisiones financieras al valor de la empresa?

Por un lado, hay que calcular el valor de la empresa y, por otro, hay que cuantificar la creación de valor.

Las bases para la valoración financiera son: la identificación de un capital financiero; y la aplicación de leyes financieras, que permitan comparar capitales, ya sea por capitalización o descuento. Las leyes financieras³ tienen que cumplir la propiedad de subestimación de capitales

² Azofra Palenzuela (1987, pág. 48) recoge ambos interrogantes pero referidos a inversores y prestamistas en vez de hacerlo genéricamente al mercado.

³ Una Ley financiera es, según Fanjul, Almoguera y González (1996, pág. 28), una función matemática que nos permite obtener el valor proyectado de un capital financiero en un punto de referencia.

futuros respecto de los actuales, a igualdad de cuantía, lo cual lleva al concepto de rédito e interés como retribución o precio por diferir la disponibilidad de un capital, porque la apreciación de los bienes económicos disminuye a medida que el momento de su disponibilidad se aleja en el tiempo⁴.

El punto de partida para la formación de una teoría financiera de la valoración de empresas fue el principio de que un patrimonio adquiere valor cuando es susceptible de generar renta⁵. Y, si el valor de una empresa proviene de su capacidad para generar dinero a sus propietarios, el método más apropiado para valorar esa empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados (aplicando la valoración financiera).

Por otro lado, el mercado financiero se constituye en marco de valoración externo. Para Azofra Palenzuela (1987, pág. 49) no podía ser de otra manera ya que “la teoría financiera de la empresa se fundamenta en la unión del análisis externo de la empresa con las políticas internas de ésta”.

Dado que la Economía financiera tiene como objeto formal la valoración, resulta obligado que los modelos de valoración sean el eje central del estudio de las finanzas; en la teoría positiva de los mercados de valores, en la asignación de los recursos a proyectos de inversión y en las decisiones de financiación la teoría de la valoración constituye la base⁶.

4. VALORACIÓN DE LA EMPRESA AJENA A LOS MERCADOS DE VALORES

Para una valoración realizada a partir del análisis interno de la empresa, existen múltiples modelos de valoración, pero una primera división nos puede situar frente a los métodos patrimoniales y los métodos de renta⁷.

Los **métodos patrimoniales** se fijan en lo que la empresa tiene y hacen un estudio analítico del patrimonio para llegar al valor global sumando el valor de cada una de las partes. Para estos métodos, la empresa es un “fondo” de valores. Son ejemplos típicos de este grupo los diferentes valores contables, tales como el valor patrimonial –o contable-, el valor patrimonial –o contable- ajustado a valores de reposición y el valor patrimonial –o contable- ajustado a valores de liquidación .

Los **métodos de renta** atienden a lo que la entidad es capaz de generar durante su vida posterior. Para estos métodos, la empresa es un “flujo” de valores. Ejemplos típicos de este grupo son los métodos que actualizan beneficios, flujos de caja o dividendos.

Pues bien, la valoración financiera se realiza utilizando métodos de renta. En concreto, descuenta flujos de caja o flujos de tesorería estimados. El valor va a estar en función de las expectativas de flujos futuros, la tasa de actualización del mercado y el horizonte temporal considerado.

La teoría financiera valora la empresa a través de sus flujos de tesorería futuros. Pero el futuro es incierto, de forma que el problema se convierte en la valoración de flujos de tesorería en el tiempo con riesgo. Así lo señalan Haley y Schall (1979) cuando afirman que las decisiones financieras están determinadas por tres factores fundamentales: dinero, tiempo y riesgo.

⁴ Véase, por ejemplo, el análisis del valor financiero que hacen Fanjul, Almoguera y González (1996); y Pablo López (1998).

⁵ Esta idea queda expresada por Viel, Bredt y Renard (1971, pág. 6) del siguiente modo: “La productividad o rentabilidad de la sustancia constituye la condición *si ne qua non* en defecto de la cual ningún valor patrimonial puede nacer”.

⁶ Véase Stapleton y Subrahmanyam (1980, pág. 21).

⁷ Una clasificación similar utiliza, por ejemplo, el Documento nº 5 de Principios de valoración de empresas de AECA.

Entre los métodos de descuento de rentas más conocidos se encuentran: el valor actual de los dividendos, el valor actual de los flujos de caja y el valor actual de los beneficios; sobre los cuales se han presentado diversas modalidades, como son el valor actual de los flujos de caja libres, el valor actual ajustado o el valor ajustado financiero y económico.

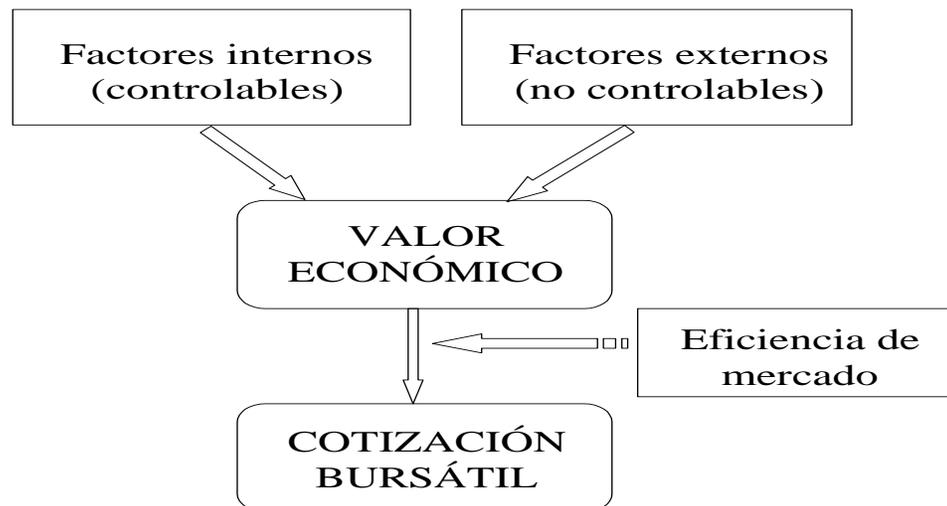
5. VALORACIÓN DE LA EMPRESA EN LOS MERCADOS DE VALORES

Para una valoración realizada a partir del análisis externo de la empresa, desarrollar una teoría financiera de la valoración ha hecho necesario partir de una serie de supuestos, lo cual requería la existencia previa de algunas teorías e hipótesis. Los supuestos serían, de acuerdo con Miguel Hidalgo (1990, págs. 39-40):

- La existencia de equilibrio en el mercado de capitales;
- La falta de poder de mercado de los individuos y las empresas sobre el precio;
- La certidumbre;
- La perfección de los mercados; y
- El comportamiento racional de los agentes económicos.

La valoración que el mercado realiza de la capacidad generadora de renta se pone de manifiesto en la cotización de las acciones de la empresa. En palabras de Azofra Palenzuela (1987, pág. 50), la cotización recoge la estimación de los inversores sobre las expectativas de rentabilidad, sobre el momento en que se genera y distribuye la renta y sobre los riesgos económico y financiero de la empresa.

Fig. 11.- Factores que influyen en la cotización



Fuente: Adaptado de Ansón Lapeña (1997, pág. 19).

La estimación del riesgo de la empresa que hacen los aportantes de fondos, junto con la tasa de rentabilidad libre de riesgo del mercado, permiten hallar el coste de capital para la empresa, que será la tasa de retorno requerida por los inversores.

Este método de valoración de empresas es sencillo en cuanto a su aplicación: la información está a disposición de cualquier persona en prensa económica, y permanentemente actualizada en internet (con acceso gratuito).

Cuando se trata de estimar la evolución futura de las cotizaciones y, por tanto, del valor de la empresa, existen varios métodos, ya que se han formulado diversas teorías sobre el comportamiento en el mercado de la rentabilidad de los títulos⁸:

- Análisis fundamental
- Análisis técnico
- Teoría del recorrido aleatorio

El **análisis fundamental** se lleva a cabo mediante el estudio de la situación y actividad de la empresa en el pasado, el estudio de los estados financieros pasados y la elaboración de los estados financieros previsionales. Este análisis económico y financiero de la empresa, tanto en su dimensión histórica como previsional, pretende conseguir una medida de la capacidad de beneficio actual y futuro de la empresa, o sea, del “valor intrínseco”⁹ de la misma.

Para esta valoración han de utilizarse métodos cuantitativos (relacionados con variables cuantificables, tales como beneficios, dividendos, activos, etc.) y factores cualitativos (tales como el factor humano). Los métodos de evaluación cuantitativos del análisis fundamental se suelen clasificar en *métodos de valoración intrínseca* o *modelos de equilibrio* y *métodos de comportamiento* o *modelos de desequilibrio*¹⁰.

Respecto a los métodos de valoración intrínseca, el valor de la acción se determina a partir de la corriente de dividendos esperados y del rendimiento exigido. Se han formulado varios modelos simplificados: el modelo de Gordon y Shapiro, el modelo de Molodovsky, el modelo de Holt, el modelo de Fruchart y Moinecourt y el método del rendimiento esperado de Hemsted¹¹. A estos modelos tradicionales hay que añadir las aportaciones de la teoría financiera moderna, basada principalmente en el modelo de equilibrio de los activos financieros (*Capital Asset Pricing Model* - CAPM).

En cuanto a los modelos de comportamiento, se basan en la preferencia de inversión en una determinada acción respecto a otra. Dado que tienen plena confianza en la valoración que refleja el mercado, buscan una “cotización teórica” en función del comportamiento habitual de éste. A través de métodos econométricos se busca la combinación de variables explicativas del PER (*Price Earning Ratio*). El modelo más conocido es el de Whitbeck y Kisor, que se mantiene vigente varias décadas más tarde, como ha demostrado Damodaran¹².

⁸ La explicación de cada uno de ellos, y también de los denominados modelos integrales de valoración de acciones (modelo de Sloan y Reisman y modelo de Lerner y Carleton), junto con el enfoque preferencia tiempo-estado pueden verse en Azofra Palenzuela (1987, págs. 52-62).

⁹ El análisis fundamental distingue “precio” o “cotización” de “valor intrínseco”. El valor intrínseco es función de las características de la empresa y de las expectativas de la acción; y la cotización es el valor que el mercado le atribuye a la acción en un momento determinado. Ambos valores están relacionados hasta el punto de coincidir si el mercado bursátil es eficiente.

¹⁰ La denominación “de equilibrio” es inadecuada porque precisamente en estos modelos el beneficio existe en la medida que haya divergencia entre cotización y valor intrínseco.

¹¹ Para la explicación de cada uno de estos métodos puede verse AECA (1996, págs. 19-29).

¹² Para la explicación de este método y otras variaciones del mismo puede verse AECA (1996, págs. 34-37) y Adserá y Viñolas (1997, págs. 88-89).

El **análisis técnico** estudia el comportamiento pasado del mercado bursátil a través de las cotizaciones y los volúmenes de contratación para inferir el comportamiento futuro más probable. Dado que el valor real de una acción es el que se forma en el mercado, la oferta y la demanda sintetizan toda la información disponible.

El instrumento más utilizado en el análisis técnico de los mercados de valores son los gráficos (simples, de barras o de puntos y figuras). Pero las técnicas utilizadas actualmente son tanto gráficas como mecánicas. Los métodos más conocidos (algunos ya en desuso) son la teoría de Dow, el sistema precio-volumen, el sistema de filtros y la teoría de la opinión contraria¹³.

6. VALORACIÓN DE LAS DECISIONES FINANCIERAS

Las decisiones financieras deben ir precedidas de un análisis cuantitativo detallado de las alternativas que se presentan, con la valoración financiera de cada una de ellas, para que el decisor pueda disponer de los elementos en los que basar su elección. El análisis riguroso de las alternativas hace necesario el conocimiento de los conceptos y las técnicas de valoración financiera, tal como señala Pablo López (1998, pág. XV).

La moderna Economía financiera acepta que el valor de mercado de la empresa puede ser una buena medida de cómo afectan las decisiones financieras a la riqueza de los accionistas.

Se nos plantean de nuevo dos perspectivas en la cuestión de la valoración: por un lado, el valor de las decisiones o, lo que es igual, de las alternativas de inversión o financiación que la empresa esté considerando; por otro lado, el efecto que esas decisiones van a generar sobre el valor global de la empresa. Parece lógico que ambas perspectivas estén íntimamente relacionadas.

Para valorar las diferentes alternativas de inversión y financiación, por separado o conjuntamente, se ha aplicado la valoración financiera a través de numerosos modelos, en los que se incorporan diversos factores que afectarán al resultado: la inflación, los impuestos, el riesgo, la sensibilidad, etc. Para el funcionamiento de los modelos ha sido necesario contar con el auxilio de materias instrumentales, tales como el cálculo de probabilidades, el análisis bayesiano o la programación lineal.

Así, podemos citar los criterios estáticos clásicos de selección de inversiones, como el flujo neto de caja total o el plazo de recuperación; los criterios dinámicos clásicos, como el valor actual neto o la tasa interna de rentabilidad, en sus diversas modalidades; las teorías de valoración de activos financieros, como son el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) y, su generalización, el APM (*Arbitrage Pricing Model*); y, por último, los modelos de valoración de opciones.

Respecto a la valoración de las decisiones, medidas por su efecto sobre el valor de mercado de la empresa, las decisiones van a quedar justificadas cuando el valor del negocio para los accionistas (propietarios) después de adoptar la decisión sea superior al valor que tenía antes de adoptarla. Entramos así en el concepto de “creación de valor”.

Se dice que una empresa crea valor cuando la actividad de la empresa es capaz de generar unos recursos superiores al coste de capital imputable a la financiación de dicha actividad (Brito y Fabra, 2000, pág. 24), o bien, cuando la rentabilidad para los accionistas supera a la rentabilidad exigida a las acciones¹⁴ (Fernández, 2000, pág. 9).

¹³ Véase AECA (1996, págs. 41-54).

¹⁴ La **rentabilidad para los accionistas** es el aumento de valor de la empresa para los accionistas en un año dividido por la capitalización al inicio del año. La **rentabilidad exigida a las acciones** es la tasa de interés sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa. Fernández (2000, pág. 8) propone como tasa sin riesgo el tipo de interés de los bonos del estado a largo plazo.

Pero los gestores de la empresa no pueden esperar a conocer la reacción del mercado a sus decisiones para tomarlas, sino que tienen que orientar su gestión a la creación de valor, como medida más importante de su tarea (Copeland, Koller y Murrin, 2000, pág. 15).

Para que la gestión de valor sea efectiva es necesario, por un lado, identificar y tener en cuenta los generadores de valor para el negocio y, por otro lado, detectar la evolución del valor de la empresa y comunicarlo a los agentes que intervienen en los mercados financieros.

En la medición de la creación de valor en una empresa, se han utilizado hasta ahora los siguientes parámetros¹⁵:

- El EVA (*Economic Value Added*), que es el beneficio antes de intereses menos el valor contable de la empresa multiplicado por el coste promedio de los recursos;
- El BE (*Beneficio Económico*), que es el beneficio contable menos el valor contable de las acciones multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones;
- El MVA (*Market Value Added*) pretende medir la creación de valor de una empresa, entendiendo como tal la diferencia entre el valor de mercado de las acciones de la empresa y el valor contable de las mismas (inversión inicial);
- El CVA (*Cash Value Added*), que es el beneficio antes de intereses más la amortización menos la amortización económica menos el coste de los recursos utilizados;
- El CFROI (*Cash Flow Return on Investment*) es la rentabilidad interna de la inversión sin tener en cuenta la inflación; y
- TSR (*Total Shareholder Return*) es la rentabilidad del accionista, que se compone de los dividendos que recibe y de la apreciación de las acciones. TBR (*Total Business Return*) es también la rentabilidad del accionista en empresas que no cotizan en bolsa y en divisiones de empresas.

BIBLIOGRAFÍA CITADA

- ADSERÁ, X. Y VIÑOLAS, P. (1997): *Principios de valoración de empresas*, Bilbao: Deusto.
- ANSÓN LAPEÑA, J.A. (1997): *Valoración de empresas: Análisis de los métodos utilizados en la práctica*, Madrid: Instituto de Auditores - Censores Jurados de Cuentas de España.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (1996): *Principios de valoración de empresas, Doc. Nº 5: Estudio de aplicabilidad de los diferentes métodos de valoración*, Madrid: AECA.
- AZOFRA PALENZUELA, V. (1987): *La estructura de capital de la empresa: Factores explicativos*, Valladolid: Universidad de Valladolid (Secretariado de Publicaciones).
- BROTO, J.J. y FABRA, L.A. (2000): "La gestión basada en la creación/reparto del valor económico", *Análisis Financiero*, Tercera época, Tercer cuatrimestre, nº 82, págs. 22-38.
- CAÑIBANO CALVO, L. (1990): *Contabilidad: Análisis contable de la realidad económica*, Madrid: Pirámide.
- COPELAND, T., KOLLER, T. y MURRIN, J. (1997): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York: John Wiley & Sons.
- DAMODARAN, A. (1995): *Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Wiley Inc.
- FANJUL, J.L.; ALMOGUERA, A.; y GONZÁLEZ VELASCO, M.C. (1996): *Análisis de las operaciones financieras*, Cívitas, Madrid.
- FERNÁNDEZ, P. (2000): *Creación de valor para los accionistas*, Madrid: Gestión 2000.
- HALEY, C.W. y SCHALL, L. (1979): *The Theory of Financial Decisions*, New York: McGraw-Hill.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (I.A.S.C.) (2000): *International Accounting Standards 2000*. London: I.A.S.C.
- MIGUEL HIDALGO, A. DE (1990): *Las decisiones de inversión, financiación y dividendos en la empresa*, Valladolid: Universidad de Valladolid (Secretariado de Publicaciones).
- PABLO LÓPEZ, A. DE (1998): *Valoración financiera*, Madrid: Centro de Estudios Ramón Areces.
- STAPLETON, R.C. y SUBRAHMANYAM, M.G. (1980): *Capital Market Equilibrium and Corporate Financial Decisions*, Greenwich: Jai Press.
- VIEL, J., BREDT, O. y RENARD, M. (1971): *L'Evaluation des Entreprises et des Parts d'Entreprise*, Paris: Dunod.

¹⁵ En opinión de Fernández (1999, pág. 210), es un error pretender que el EVA, el BE o el CVA miden la creación de valor de la empresa en cada período, simplemente miden la gestión de los directivos y de las unidades de negocio, mientras que el valor depende siempre de expectativas.