

TENDENCIAS  
Revista de la Facultad de Ciencias  
Económicas y Administrativas.  
Vol 1. No.2  
Noviembre de 2000, pp 109-132.  
Universidad de Nariño

**GERENCIA BASADA EN VALOR Y GERENCIA FINANCIERA /\***  
**Por: Mary A. Vera Colina /\*\***

**RESUMEN**

Cuando en el entorno empresarial se habla de implementar una estrategia que conduzca a incrementar el valor del accionista, muchas veces se piensa que esta estrategia se limita a la selección de nuevos indicadores de desempeño financiero que determinen si la empresa crea o no el valor esperado, y que el papel de la gerencia financiera en este proceso se limita a la selección del indicador más apropiado y a su aplicación en la medición de los resultados. Esta visión limitada del proceso de creación de valor motiva la elaboración de este artículo, en el que se presentan una serie de reflexiones relacionadas con el papel que juega la gerencia financiera de una empresa dentro del proceso de implementación de la Gerencia Basada en Valor (VBM), apoyándose en una revisión preliminar de la literatura existente sobre el tema. En primer lugar se presentan algunos elementos introductorios sobre la creación de valor y consideraciones generales sobre la aplicación de la VBM, para finalmente señalar las funciones más relevantes a cumplir por la gerencia financiera como actor de alta participación en todo el proceso.

**PALABRAS CLAVES:** Gerencia Basada en Valor, VBM, Gerencia Financiera, Creación de Valor.

**1. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS.**

---

\* Este artículo forma parte del contenido del proyecto de investigación titulado "Análisis de metodologías financieras asociadas a la Gerencia Basada en Valor", actualmente en desarrollo en la Universidad del Zulia (Maracaibo, Venezuela).

\*\* Economista. Magister en Gerencia Financiera. Profesora de la Universidad del Zulia. Maracaibo, Venezuela. Enviar comentarios al correo electrónico [mvera@luz.ve](mailto:mvera@luz.ve).

Por mucho tiempo se ha debatido sobre la función que cumple la gerencia financiera dentro de una organización empresarial: si es una simple función que administra fuentes de financiamiento, controla, o planifica y mide resultados, entre otras funciones de mayor o menor importancia en la empresa.

Son muchos los especialistas en temas financieros que coinciden en afirmar que el objetivo fundamental de la gerencia financiera en una empresa lucrativa es el de maximizar el valor invertido por sus propietarios (Gutiérrez, 1992; Brealey y Myers, 1991; Weston y Brigham, 1994; Copeland y otros, 2000), y con base en este enfoque recomiendan que el gerente debe concentrar sus esfuerzos en el logro de dicho objetivo, para garantizar la permanencia continua de la organización en el competitivo mundo de los negocios y facilitar la gestión de los recursos requeridos para su crecimiento.

Con este objetivo en mente, las estrategias a diseñar y ejecutar en la organización deben estar vinculadas para que sus operaciones arrojen resultados que satisfagan las expectativas de rendimiento de sus accionistas; esto implica no solo la satisfacción de este grupo en materia de rentabilidad, sino que involucra a toda la organización como ente generador de bienes y servicios que debe captar y mantener clientes, atraer el recurso humano con la capacitación requerida, motivar al personal directivo para el logro de sus metas, y en general, ejecutar las acciones necesarias para que la maximización del valor no sea una finalidad de corto plazo fácilmente agotable, sino un objetivo permanente. Es decir, la maximización del valor del accionista no se limita al ámbito financiero de la empresa, sino que involucra a todos los sectores de la misma: producción, mercadeo, recursos humanos, entre otros.

En este orden de ideas, la década de los 90 ha sido testigo del fortalecimiento de un paradigma gerencial que trata de estimular el diseño e implantación de estrategias que conduzcan a optimizar la generación de valor en todas las actividades empresariales, el cual es conocido como Gerencia Basada en Valor (Value Based Management, VBM). Sus postulados fundamentales distan de ser novedosos, pero su popularización ha permitido que se desarrollen mecanismos y procesos de gestión más integrados, que al ser aplicados de manera correcta se traducen en resultados altamente positivos para la empresa, para sus propietarios, y para todos los actores involucrados en su desempeño (gerentes, empleados, clientes, proveedores, entre otros).

La aplicación de la VBM sigue ganando adeptos en el mundo empresarial, y son muchas las experiencias exitosas que se cuentan a su favor. Como ya se dijo, su implementación involucra el funcionamiento integrado de todos los departamentos de la empresa, y provoca cambios significativos en cada uno de ellos y en su personal. En esta oportunidad se hará referencia a algunos de los postulados fundamentales que

sustentan a la VBM, y especialmente a sus implicaciones para la gerencia financiera de cualquier organización que persiga fines de lucro.

Si se concentra la atención en el área financiera, la contribución del gerente para la creación de valor involucra la toma de decisiones relacionada tanto con la planificación de actividades como con el control de la ejecución de las mismas, la realización de nuevas inversiones y la selección de las fuentes de financiamiento requeridas, actividades que lleva a cabo con la participación conjunta de otros departamentos de la organización. Todas estas decisiones deben estar soportadas por información de calidad que le permita a los directivos conocer la situación de la empresa, hacia donde se dirige, si se están logrando los objetivos planificados para el período; en pocas palabras, si se está alcanzando la finalidad primordial de crear un mayor valor al invertido, no solo en el corto sino también en el largo plazo.

Para lograr esta contribución a la generación de valor en la empresa, la gerencia financiera estará supeditada a un proceso de transformación que la pondrá a tono con los objetivos de la organización que ha decidido llevar a cabo la implementación de la VBM. Este proceso de transformación implica, entre otros aspectos, la selección de nuevos indicadores de desempeño a ser utilizados en la planificación de las metas a alcanzar y en la medición de los resultados, pero no se limita a esta tarea. Seguidamente se estudiarán aspectos relacionados con el proceso de transformación que implica la VBM, y su incidencia sobre la redefinición de la función de la gerencia financiera, pero antes de ello se considera útil hacer referencia a la terminología básica relacionada con la creación de valor, y como ésta es evaluada desde el exterior de la empresa por los inversionistas actuales y potenciales.

### **1.1. La creación de valor.**

En primer lugar es necesario aclarar 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 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 y otros, 2000: 54).

La anterior afirmación se traduce en una medición interna de lo que se entiende por creación de valor, la premisa fundamental que debe seguir la gerencia para que sus operaciones se orienten a mejorar el rendimiento de los propietarios. Una vez medidos los resultados para un período, la gerencia puede determinar si ha logrado llegar a la meta de satisfacer el rendimiento esperado por los propietarios.

La implementación de la VBM debe reflejarse en esos resultados, producto de la transformación o adecuación de los procesos empresariales al objetivo de generar rendimientos por encima del costo de capital. Sin embargo, muchas veces los inversionistas se anticipan a esos resultados, estimando el potencial de creación de valor de un negocio y evaluando de antemano las estrategias aplicadas por la gerencia; esta medición anticipada del potencial de creación de valor de una empresa la hacen los inversionistas desde el exterior de la misma, utilizando los mecanismos del mercado.

El mercado dispone de mecanismos que cuantifican que tanto valor se está creando o destruyendo en una empresa, ya sea con base en su situación actual o con base en expectativas de desempeño futuro. En pocas palabras, en el mercado de capitales, con la intervención activa de los accionistas e inversionistas, puede observarse una medida aproximada de la satisfacción de los propietarios con la creación de valor en sus empresas, aspecto que se explicará a continuación.

## **1.2. Medición externa de la creación de valor: el mercado de capitales.**

La creación de valor ocurre dentro de la empresa y depende de las acciones que ejecutan sus directivos con este fin. Sin embargo, el logro de este objetivo no siempre se evalúa con los resultados de uno o varios períodos, sino que se anticipan tales resultados evaluando la estrategia que se utiliza en la empresa; esta evaluación anticipada de los resultados ocurre fuera del negocio, y es un indicador importante que puede influir en las decisiones de inversión de los accionistas actuales y potenciales.

Cuando un inversionista se interesa por participar en el financiamiento de una empresa (como accionista o como acreedor) tiene la expectativa de alcanzar un rendimiento mínimo, que estará estrechamente relacionado con el nivel de riesgo implícito en las operaciones de ese negocio. Aquellas empresas que resulten atractivas pueden tener un valor de mercado superior al que reflejan sus libros contables, lo que significa que los inversionistas están dispuestos a pagar un precio mayor por los títulos de este tipo de empresas, ante la expectativa de que sus operaciones generarán un mayor valor en el futuro (Vera, 2000: 69). Esto significa que la información disponible en el mercado le permite al inversionista formarse una opinión sobre la calidad de los resultados presentes y futuros de una empresa, y sobre esta base tomar sus decisiones;

en otras palabras, el mercado anticipa la creación o destrucción de valor en una organización, incidiendo en la cotización de sus títulos valores.

Existen diferentes métodos que permiten cuantificar este comportamiento del mercado. Uno de ellos es el denominado Valor de Mercado Agregado (Market Value Added, MVA) (Stewart, 1999), el cual "...estima la manera como los inversionistas cuantifican la generación de valor actual y potencial de un negocio, a través de sus decisiones de inversión en el mercado de capitales" (Vera, 2000: 69). Su cálculo es simple y se determina de acuerdo con la fórmula:

$$\text{MVA} = \text{VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA} - \text{VALOR EN LIBROS DE LA EMPRESA} \\ (\text{DEUDA} + \text{PATRIMONIO}) \quad (\text{DEUDA} + \text{PATRIMONIO})$$

Cuando la cotización de la empresa en el mercado supera su valor contable en libros se interpreta que los inversionistas pagan un excedente; sólo están dispuestos a pagar ese excedente porque estiman que es un negocio que está generando valor o tiene potencial de hacerlo en el futuro, y en esa estimación que hace el mercado juegan un papel fundamental las estrategias que adopta la gerencia de la empresa (generadoras o destructoras de valor). "Aquellas organizaciones que apliquen estrategias conducentes a activar su potencial de creación de valor presente y/o futuro, tienden a presentar un MVA con cifras positivas, mientras que para las empresas que no están explotando adecuadamente ese potencial no resultarán atractivas en el mercado de capitales y se verán enfrentadas con un MVA negativo" (Vera, 2000: 69). Aún cuando este indicador de carácter externo se aplica fácilmente a empresas que participan en mercados de capitales, puede ser utilizado igualmente en organizaciones que no utilicen esta fuente de financiamiento, siempre que tengan una estimación aproximada de sus valores de mercado.

El MVA proporciona una medición de lo que espera el inversionista del negocio, como ya se ha dicho, una medición de carácter externo que cuantifica de antemano los resultados que se esperan obtener en el futuro. Ante estas expectativas de los inversionistas la gerencia necesita diseñar e implementar estrategias que mejoren su potencial de generación de valor al accionista, y además requiere indicadores que le permitan medir su desempeño internamente, cifras que sean una imagen de lo que está obteniendo la organización de sus estrategias y operaciones, y que estén altamente correlacionadas con la valuación que se hace en el mercado, que expliquen ese comportamiento desde una perspectiva interna. Se requieren indicadores que permitan planificar y evaluar las operaciones que conducirán a incrementar la creación de valor, y con ello, mejorar continuamente la satisfacción del rendimiento esperado por los

inversionistas. Un plan de implementación integral de la VBM debe incluir el desarrollo y selección de indicadores de este tipo, pero no se limita a ello.

La adopción de sistemas gerenciales basados en la creación de valor está tomando fuerza a escala internacional, y las metodologías de evaluación del desempeño financiero están evolucionando para estar a tono con este objetivo. Como lo afirman Slater y Olson (1996: 48) “el propósito económico fundamental de una corporación es la creación de riqueza para sus propietarios; ésta se ha convertido en una motivación tan poderosa que puede decirse que ‘crear valor para el accionista’ constituye la filosofía gerencial de los 90”. Asimismo, Rappaport (1998: 1) señala que “en los próximos 10 años la creación de valor para el accionista se convertirá en la norma global para la medición del desempeño de los negocios”.

En este orden de ideas han comenzado a proponerse esquemas gerenciales que faciliten la creación de valor al accionista (VBM), acompañados de sistemas de medición que cuantifiquen el desempeño alcanzado; en este punto es necesario destacar que estos sistemas de medición se enmarcan en toda una estrategia de VBM, y su aplicación aislada no tendría utilidad significativa para el desempeño del negocio. Por ello, la gerencia financiera no debe concentrarse exclusivamente en la selección y utilización de un sistema de medición financiera asociado a la creación de valor (vale mencionar entre ellos: el Valor Económico Agregado EVA, Valor del Flujo de Efectivo Agregado CVA, Rendimiento del flujo de efectivo sobre la inversión CFROI, Valor agregado al Accionista SVA, entre otros), sino que debe preocuparse por el diseño e implementación de una estrategia integral de VBM que efectivamente mejore en forma sustancial el desempeño de toda la organización.

Es por esto que 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. Considerando tal integración entre estrategia y planificación - medición del desempeño, es necesario hacer referencia a los postulados que sustentan a la Gerencia Basada en Valor (VBM), antes de hacer referencia al papel que se le asigna a la función financiera de la empresa en todo este proceso.

## **2. LA GERENCIA BASADA EN VALOR (VBM).**

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 Alfred Rappaport (1981), que plantea que los resultados de la empresa deben ser evaluados de acuerdo con 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).

James Knigth (1998: 101) define a la VBM como “...una vía que permite al gerente concentrarse en la estrategia de la empresa, lograr una mejor alineación de funciones y una mayor creación de valor. Gerenciar el valor se traduce en la correcta utilización y combinación del capital y otros recursos para generar flujos de efectivo provenientes de las operaciones del negocio; la gerencia del valor no es un evento que ocurre una vez al año, sino que constituye un proceso continuo de decisiones operacionales y de inversión enfocadas en la creación de valor”

Para Sharman (1999: 1) “la VBM es un enfoque integral para gerenciar las actividades de una organización, y asegurarse que el rendimiento del accionista se está maximizando. El rendimiento del accionista está representado por beneficios, rendimiento sobre su inversión, lealtad de los clientes, y empleados satisfechos, o, en el caso de departamentos gubernamentales, contribuyentes y usuarios de servicios satisfechos”.

Al definir la VBM, Koller (1994: 87) afirma que “el fundamento que soporta a la VBM es simple. El valor de una empresa está determinado por sus flujos de efectivo futuros, y se crea valor sólo cuando se invierte capital a un rendimiento que excede el costo de ese capital. La VBM se concentra en cómo las empresas aplican estos conceptos para tomar decisiones tanto estratégicas como operativas; al utilizarla adecuadamente, es un enfoque que le permite a la gerencia alinear las diferentes aspiraciones de la empresa, sus técnicas analíticas y sus procesos gerenciales, con los generadores claves del valor... Cuando la VBM se implementa correctamente, trae consigo beneficios importantes. Es como una reestructuración para alcanzar continuamente el máximo valor. Funciona. Tiene un alto impacto, generalmente reflejado en la mejora del desempeño económico”.

Las definiciones esbozadas anteriormente coinciden en señalar que 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 adopción de la VBM requiere una transformación tanto de la mentalidad de los gerentes como de los procesos y sistemas de la organización, para conectarlos con el objetivo de la creación de valor. “Una *mentalidad* orientada a la creación de valor le permite a la alta gerencia estar totalmente consciente de que su principal objetivo es la maximización del valor, y tener reglas claras para tomar decisiones cuando otros objetivos tengan mayor prioridad que el primero (por ejemplo, la generación de empleo u objetivos relacionados con aspectos ambientales); significa ser capaz de analizar y entender de manera apropiada cuáles son las variables de desempeño que generan valor en la empresa... Los *procesos y sistemas gerenciales* estimulan a los directivos y empleados a desempeñarse de manera tal que su comportamiento contribuya a la maximización del valor. La planificación, definición de metas, medición del desempeño, y sistemas de remuneración trabajan efectivamente cuando los canales de comunicación que los rodean se encuentra altamente vinculados con la creación de valor... La *integración* entre la mentalidad orientada a la creación de valor y los procesos y sistemas gerenciales es necesaria para traducir esa mentalidad en acciones. Cada elemento, considerado individualmente, es insuficiente. En forma conjunta, estos dos elementos pueden tener un alto y sostenido impacto” (Koller, 1994: 89).

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.

Además de la medición del desempeño, la VBM está conformada por otros elementos o fases que completan su proceso, como se explica a continuación.

### **2.1. Fases que conforman una gerencia basada en valor (vbm).**

Diferentes autores han propuesto sus modelos de VBM para ayudar a su implementación en las empresas. Para estudiar diferentes referencias relacionadas con ésta, se han seleccionado los modelos de Rappaport (1998), Knight (1999) y Slater y Olson (1996).

Cada modelo constituye una especie de guía para la implantación definitiva de estrategias que conduzcan a mejorar de manera significativa los niveles de creación de

valor de un negocio, pero no se relacionan directamente con el diseño de estas estrategias, sino que éstas corren por cuenta del cuerpo gerencial de cada organización, partiendo de un diagnóstico de sus procesos actuales y modificándolos de acuerdo al postulado fundamental de la VBM: generar, en el corto y largo plazo, un rendimiento superior al esperado por el inversionista, considerando que esto depende en gran medida de los niveles de satisfacción de clientes, empleados y todo ente relacionado con el negocio.

**a) El modelo de Rappaport.**

Rappaport (1998: 163-179) identifica 3 grandes fases en el proceso de implementación de la VBM (denominada por el autor Gerencia del Valor del Accionista):

1. Concertar el compromiso con la creación de valor.
2. Introducir la creación de valor como estándar de todos los procesos y actividades.
3. Reforzar la utilización del criterio creación de valor.

Además de estas fases, el autor identifica una fase adicional que debe preceder a las mencionadas. Esta es la fase de *definición de los objetivos de implementación*, en la cual debe lograrse un alto grado de comprensión de la transformación que implica la aplicación de este proceso y se establece cuáles serán los resultados esperados del proceso, lo que permite tener una guía inicial para iniciar el cambio y sirve de motivación al proyectar las recompensas a recibir luego de una implementación exitosa. Es indispensable que en esta fase previa la gerencia se involucre con los *principios fundamentales* de la creación de valor, que Rappaport identifica como los siguientes (1998: 164):

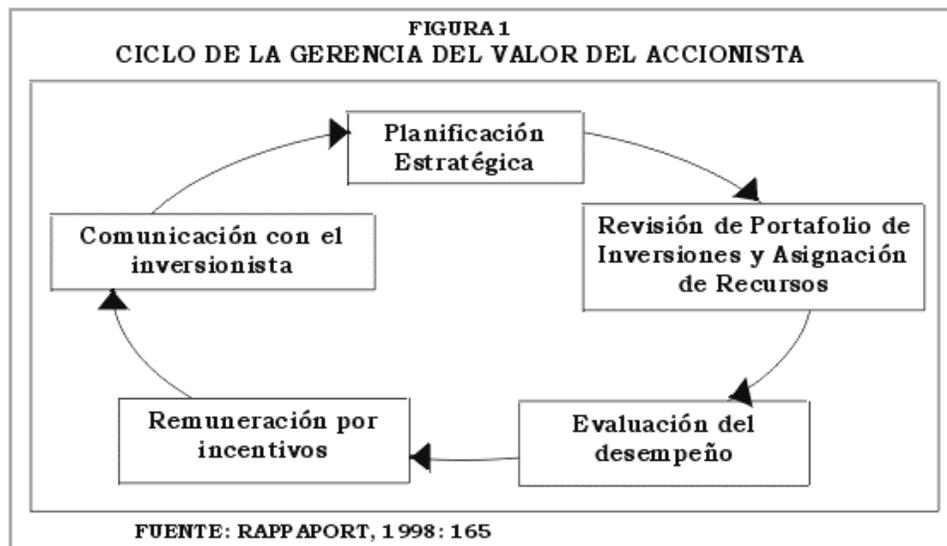
- El valor se crea en el largo plazo, cuando el desempeño se genera, planifica y mide a través del uso de los flujos de efectivo ajustados de acuerdo al riesgo, y no utilizando los beneficios contables en el corto plazo.
- No todo crecimiento crea valor.
- La implementación de “proyectos creadores de valor” que obedecen a “estrategias destructoras de valor” constituyen malas inversiones.

Una implementación exitosa implica que la organización ha traducido estos principios y los aplica a sus operaciones, de tal forma que:

- Se valoran estrategias alternativas y se selecciona aquella que promete el mayor valor agregado esperado.
- Se persigue el mejor uso de todos los activos, para que generen el mayor valor.

- La evaluación del desempeño y los incentivos de remuneración al personal se basan en indicadores que miden la creación de valor en el largo plazo.
- Si no existen inversiones creadoras de valor, el efectivo disponible es devuelto a los accionistas.

Rappaport señala que la aplicación de los principios en la organización la lleva a cumplir continuamente con lo que él denomina el "ciclo de la creación de valor al accionista", que se muestra en la figura 1.



Una vez definidos los resultados esperados con la implementación, comienzan a operar las 3 fases restantes del proceso:

1. **Concertar el compromiso con la creación de valor:** el compromiso debe comenzar con la alta gerencia, que debe entender en primer lugar los beneficios a generarse con el cambio, así como también la influencia de este nuevo enfoque en su proceso de toma de decisiones. Es fácil lograr este compromiso cuando existe descontento con el desempeño y los procesos actuales, pero resulta más complejo cuando se trata de negocios exitosos, en cuyo caso el proceso de concertación suele ser más analítico y persuasivo.

Un aspecto fundamental en esta fase es que la alta gerencia comprenda el significado de la VBM, y pueda transmitir su significado a los niveles operativos, ya que la iniciativa no serviría de nada sin el compromiso de todos los miembros de la organización.

2. **Introducir la creación de valor como estándar de todos los procesos y actividades:** esta fase aplica la creación de valor como el criterio que orientará la

planificación, toma de decisiones, evaluación del desempeño, y la fijación de remuneración por incentivos. Los factores claves de esta fase tienen que ver con la educación del personal, basada en el análisis y demostración de la relevancia y utilidad de la creación de valor, el cual se concentra en 3 aspectos fundamentales:

- *Auditoría de valor*: estimar el nivel de creación/destrucción de valor que se está alcanzando, y compararlo con las expectativas de los inversionistas, tanto a nivel corporativo como por unidad de negocio, y tomando en consideración los valores de mercado de la empresa.

- *Evaluación de generadores de valor*: al realizar la auditoría de valor se logra conocer todo el proceso de creación de valor, con cientos de factores influyendo en los resultados del negocio. La incidencia de estos factores debe ser organizada, de acuerdo con prioridades, en generadores de valor. Rappaport 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.

Una evaluación de los micro-generadores en cada unidad le permite al gerente concentrarse en las actividades que maximizan valor, y eliminar recursos invertidos en actividades que no poseen potencial para crear valor. El análisis de los generadores de valor es una etapa crítica en la búsqueda de iniciativas estratégicas con alto potencial de creación de valor.

- *Valuación de estrategias*: se trata de evaluar estrategias alternativas y seleccionar las que tienen la mayor contribución al valor. Éstas se traducen en planes formales, planteados en términos creíbles para el resto de los miembros de la organización, y que consideren acciones de contingencia para eventos imprevistos.

Otro elemento importante en esta segunda fase, es el proceso de adiestramiento (aspecto educativo) que debe recibir el personal para estar a tono con el criterio de maximización del valor, para facilitar la transformación del enfoque tradicional basado en la generación de beneficios en el corto plazo hacia la generación de efectivo y creación de valor en el largo plazo.

3. **Reforzar la utilización del criterio creación de valor**: una vez introducida la metodología de la VBM, debe reforzarse continuamente, apoyando la acción de los gerentes y empleados en áreas como planificación estratégica, formulación de presupuestos anuales, medición del desempeño, remuneración por incentivos, y en la

comunicación con los inversionistas y otros actores relacionados con la empresa. Todas las actividades deben estar alineadas con los generadores de valor, el flujo de efectivo y la creación de valor.

La medición del desempeño y los incentivos a los empleados juegan un papel crítico en esta fase, y una inadecuada implementación de estos factores pueden arruinar la aplicación de la VBM. En cada nivel de la organización deben diseñarse los indicadores que permitan medir el desempeño alcanzado, en términos de creación de valor, y con base en los resultados reflejados en el indicador seleccionado deben establecerse recompensas e incentivos basados en el logro.

Una decisión importante en la implementación de la VBM es el momento en el que debe comenzar a utilizarse nuevos indicadores de medición del desempeño, que al mismo tiempo serán utilizados para la fijación de metas. Esta decisión tendrá características particulares en cada empresa, pero tarde o temprano la implementación de la VBM debe introducir estos mecanismos de medición, porque no puede medirse la creación de valor si los indicadores utilizados no han sido diseñados para ese objetivo.

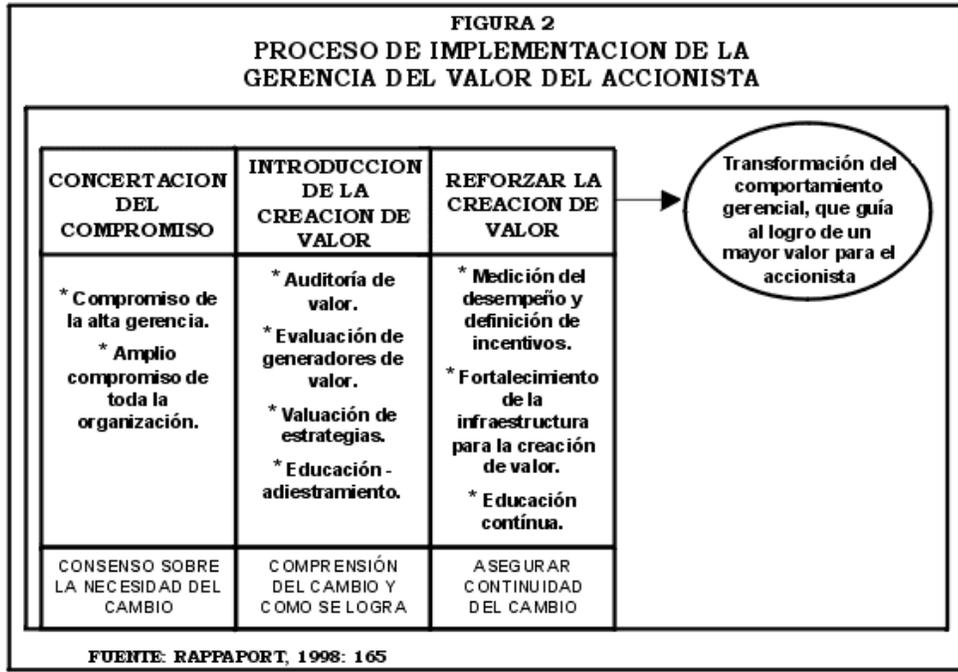
La figura 2 muestra en forma resumida las fases identificadas por Rappaport.

#### **b) El modelo de Slater y Olson.**

Slater y Olson (1996: 48-52) definen a la VBM como un sistema y proponen un modelo de implementación compuesto por 5 etapas:

1. Análisis de la creación de valor.
2. Compromiso de la gerencia y fijación de metas ambiciosas.
3. Adiestramiento en VBM y amplia disponibilidad de información.
4. Delegación y entrenamiento centrado en las tareas.
5. Repartición de los beneficios alcanzados.

Los autores señalan que un sistema integral de VBM debe comprometer, motivar y recompensar a todo el personal que contribuye a crear valor en la organización; el sistema que proponen está orientado al logro de este propósito, a fomentar la sinergia de los componentes de la organización, a institucionalizar un sistema que coordina y concentra los esfuerzos de toda la fuerza de trabajo en aquellas actividades que crean valor para los accionistas y para ellos mismos. Cada etapa del modelo se presenta a continuación:



1. **Análisis de la creación de valor:** basándose en la premisa de que se crea valor al accionista cuando el rendimiento alcanzado es superior al costo del capital empleado, esta etapa consiste en analizar el desempeño actual y planificar actividades futuras utilizando indicadores de medición modernos y asociados a la creación de valor. Este modelo clasifica las técnicas de medición en dos grupos: las que se utilizan para planificar y evaluar nuevas iniciativas estratégicas (como es el caso de los Flujos de Efectivo Descontados, DCF), y las que se aplican para evaluar y mejorar las operaciones corrientes (como los modelos del Valor Económico Agregado, EVA, y similares).

El objetivo de esta etapa es identificar y evaluar la existencia de oportunidades para crear valor, el cual puede lograrse al comparar los resultados mostrados por los indicadores con el desempeño pasado de la empresa, y con el desempeño de sus mejores competidores.

2. **Compromiso de la gerencia y fijación de metas ambiciosas:** un elemento clave de la VBM es motivar a los miembros de la organización para la búsqueda de procesos más efectivos en el cumplimiento de sus tareas, y esta motivación no puede ser creada por la simple aplicación de metodologías financieras sofisticadas. Para alcanzar un alto grado de motivación en el personal es necesario el compromiso de la

alta gerencia con el proceso, lo que requiere que ésta comprenda el significado de la VBM, cómo opera su estructura analítica y los beneficios que traería a toda la empresa. Los gerentes deben convertirse en los impulsores del proceso en el resto de la organización.

Además de este compromiso, se considera esencial la identificación de unas cuantas áreas claves en el negocio, donde puedan concentrarse las estrategias de mejora; la mejora perseguida no debe ser simple o fácilmente alcanzable, todo lo contrario. En esas áreas deben fijarse metas ambiciosas, que artificialmente motiven y reten al personal gerencial a desarrollar nuevas formas de trabajo, nuevos procesos que permitan el logro de la meta. Esta fijación de metas ambiciosas debe hacerse cuidadosamente, porque lo que se desea es estimular a la gerencia para diseñar nuevas y mejores formas de cumplir con su trabajo, pero no debe llegarse al límite de imponer estándares imposibles de lograr, que conducirían por el camino de la frustración; por el contrario, se recomienda que la falta de cumplimiento de tales objetivos no sea penalizado si se constata que el personal ha dado lo mejor de sí tratando de lograrlos. En esta fase es fundamental un sólido proceso de entrenamiento y de divulgación de la información que necesitan los gerentes para mejorar sus tareas.

Un elemento importante para el logro del compromiso con la transformación es la fijación de un sistema de recompensas asociado al logro de las metas establecidas, donde todos los miembros de un equipo de trabajo o de toda la organización reciban parte de los beneficios que han ayudado a incrementar. Un sistema de recompensas bien diseñado puede lograr que los gerentes y empleados actúen como propietarios del negocio, y vean el proceso de cambio como una oportunidad, más que como una amenaza; para que esto se logre, el sistema de incentivos debe diseñarse cuidadosamente y debe comunicarse en forma clara al personal.

3. **Adiestramiento en VBM y amplia disponibilidad de información:** para que la VBM arroje resultados exitosos es necesario liberar todo el potencial creativo de la fuerza de trabajo, ya que hasta las tareas más sencillas y pequeñas son capaces de contribuir con la creación de valor. Los empleados deben ser entrenados para que comprendan claramente el propósito de la VBM, la situación financiera actual y deseada de la empresa, y los beneficios que se obtendrán si la empresa alcanza sus metas. El entrenamiento debe hacerlos capaces de realizar análisis y toma de decisiones basados en la creación de valor, pero también debe suministrárseles toda la información sobre el desempeño de la organización y el logro de metas en áreas claves; el empleado puede disponer no sólo de los datos que necesita para cumplir su trabajo, sino de toda la información relacionada con la empresa, para que visualice cómo su

esfuerzo afecta los resultados de otros departamentos y de toda la corporación, y tenga consciencia de la interdependencia de todos los trabajos.

Se recomienda que este tipo de entrenamiento sea ejecutado por los mismos supervisores.

4. **Delegación y entrenamiento centrado en las tareas:** una vez que los empleados han sido entrenados en los principios de la creación de valor, son capaces de identificar oportunidades, especialmente aquellos que trabajan en procesos claves o que están en contacto directo con los clientes. En esta fase, la gerencia cumple el rol de fijar metas, y suministrarle a sus subordinados las herramientas que requieren para lograrlas, pero debe dejar que los trabajadores tengan ciertos niveles de decisión que les permitan lograr cambios significativos. Además, en tareas que sean definidas como claves, es posible que se requiera entrenamiento adicional relacionado directamente con las funciones a ejecutar.

5. **Repartición de los beneficios alcanzados:** la implementación de la VBM debe ir acompañada de un seguimiento continuo de los resultados, del logro de metas, de la situación financiera de la empresa, todo lo cual es comunicado continuamente al personal. Basándose en esos resultados, pueden ejecutarse las acciones planificadas para compartir los beneficios generados, como se estableció en el sistema de recompensas; se recomienda que este sistema considere el mantenimiento del proceso de creación de valor en el largo plazo.

La figura 3 representa las etapas sugeridas por el modelo de Slater y Olson.

### c) El modelo de Knight.

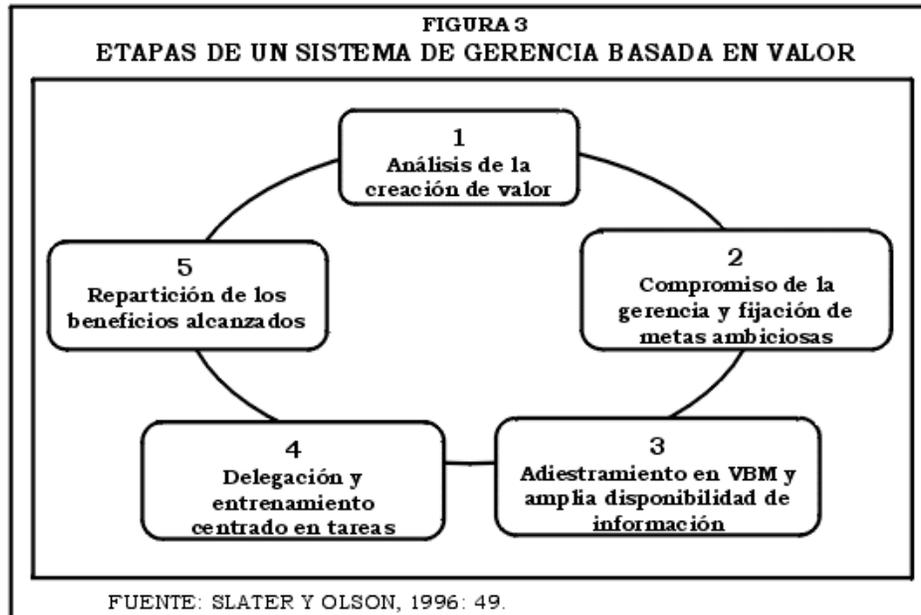
James Knight (1999: 262) propone la implementación exitosa de la VBM considerando, en primer lugar, la existencia de 6 elementos claves en el proceso:

a) Liderazgo y compromiso de la alta gerencia, que debe comprender y estar alerta en todo momento, para apoyar la aplicación de la estrategia de VBM y definir las prioridades.

b) Alineación con los procesos gerenciales básicos para la toma de decisiones (planificación, elaboración de presupuestos, sistema de incentivos, reporte de resultados, comunicación interna y externa). Estos procesos deben integrarse de acuerdo con los principios de la VBM, para que no emitan mensajes contradictorios a la estrategia

c) Educación y entrenamiento de todo el personal, para comunicar y estimular la comprensión del significado de la VBM.

d) Comunicación continua de los resultados alcanzados.



e) Definición de un horizonte temporal para lograr el cambio y secuencia de tareas a desarrollar, de tal forma que no se creen falsas expectativas sobre resultados inmediatos.

f) Designación de “campeones” o líderes de la implementación, representados por gerentes respetados que son los impulsores del proceso. Se pueden identificar dos tipos de líderes, aunque en pequeñas empresas una misma persona puede representar ambos roles. Uno es el líder de contenido, cuya función se relaciona directamente con la aplicación de las técnicas de medición que capturarán el valor creado en el negocio, y con el asesoramiento continuo de los empleados involucrados en esa tarea, además de encargarse del diseño de sistemas de incentivo. El segundo es el líder del proceso, cuya tarea es gerenciar la implementación, promoverla y generar los mayores niveles de compromiso entre el personal.

Estos seis elementos integrados entre sí, y compenetrados con los procesos de la organización, le permiten a la gerencia concentrarse en la creación de valor. El proceso de ejecución de la estrategia de implementación de la VBM, una vez que los elementos mencionados comienzan su trabajo, está conformado por las siguientes fases (Knight, 1999: 165):

1. Identificación de medidas de desempeño y diseño del sistema de compensación.
2. Identificación de los generadores de valor.

3. Gerencia de los generadores de valor.
4. Comunicación.

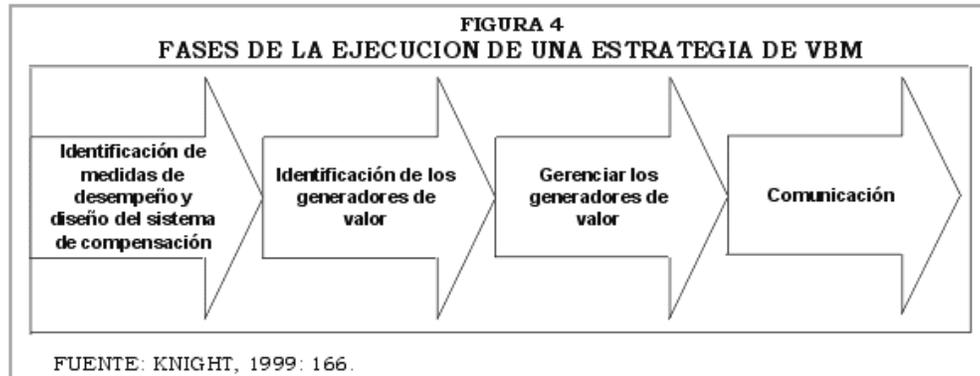
1. **Identificación de medidas de desempeño y diseño del sistema de compensación:** la selección de una medida de desempeño no conduce a mejorar la creación de valor, ya que solo refleja los resultados obtenidos por la empresa. Pero su selección es importante, porque con base en la medida seleccionada se diseñará un sistema de compensación por incentivos para los gerentes, que son los encargados de la toma de decisiones. Al enlazar el desempeño con los incentivos que recibe la gerencia, se afecta la calidad de las decisiones que ellos toman y de las estrategias que ejecutan, en las cuales se encuentran las oportunidades para crear valor.

2. **Identificación de los generadores de valor:** la estrategia es un concepto muy abstracto para la mayoría del personal, por lo que la identificación de los generadores de valor la convierten en algo real y específico, que le da significado y simplifica su ejecución. Los generadores de valor se definen en todos los departamentos de la empresa, incluyen elementos importantes para la toma de decisiones operativas, y son especialmente útiles para comprender variables no financieras; son los generadores de valor los que guían el cambio de comportamiento en la organización, al traducir la estrategia en términos operativos.

3. **Gerencia de los generadores de valor:** no basta con la identificación de los generadores de valor; la maximización del valor se logra al utilizarlos activamente en la toma de decisiones, por lo que debe diseñarse un sistema de reporte de resultados basado en la proyección de los generadores de valor en el que pueda visualizarse el progreso de la estrategia, y permita mejorar su desarrollo y ejecución. La información suministrada por indicadores netamente financieros señala la situación de la empresa, cuánto valor ha creado o destruido; la información que suministran los generadores de valor permite visualizar las causas de la creación/destrucción de valor y su tendencia, hacia dónde se dirige la empresa, información crucial para tomar decisiones que refuercen o corrijan dicha tendencia.

4. **Comunicación:** la efectividad de la estrategia depende de la comprensión que tenga el personal involucrado de los generadores de valor, de la medición del desempeño, del sistema de compensación y de cómo todos estos elementos están interrelacionados. El éxito de la estrategia depende en gran medida de la habilidad de la gerencia para comunicarla apropiadamente al equipo encargado de su ejecución. Por ello es necesario perfeccionar los canales y medios de comunicación en toda la organización, no sólo al momento de ejecutar la estrategia, sino también al evaluar resultados y recompensar por el logro alcanzado.

El modelo de ejecución de la estrategia de VBM de Knight se visualiza en la figura 4.



Los tres modelos de implementación de la VBM estudiados tienen sus particularidades, pero todos coinciden en los elementos más relevantes:

- Compromiso del personal con los objetivos de creación de valor.
- Selección de indicadores de desempeño apropiados.
- Definición de generadores claves de valor.
- Vínculo del sistema de remuneración con el desempeño alcanzado (con el valor creado).
- Desarrollo de estrategias de educación y comunicación al personal involucrado.

A continuación se discutirán estos aspectos dentro del ámbito de acción de la gerencia financiera.

### **3. LA FUNCIÓN DE LA GERENCIA FINANCIERA.**

Es lógico imaginar que la función a cumplir por la gerencia financiera en la implementación de estrategias orientadas a la creación de valor, será diseñada en cada caso particular de acuerdo con las características de cada organización empresarial. Sin embargo, lo que se propone en este escrito es un conjunto de aspectos que deben ser considerados en el proceso, para no limitar la acción de la función finanzas al simple diseño de indicadores de gestión.

Ante todo, la gerencia financiera debe involucrarse activamente en el logro de los cinco elementos identificados en la sección anterior, aspecto que se discutirá seguidamente.

### **3.1. Compromiso con los objetivos de creación de valor.**

Como lo señalan los autores ya citados, sin el compromiso de todo el personal, la VBM no generaría los resultados que se esperan de ella. Sin lugar a dudas, el compromiso de la alta gerencia es el que debe guiar el proceso desde su inicio, y la gerencia financiera, como integrante de los altos cuadros directivos de la organización, debe participar en la activación del nivel de compromiso requerido.

En organizaciones de gran y mediano tamaño existe generalmente un departamento encargado en forma exclusiva del manejo de la función financiera, con personal especializado (en mayor o menor grado) en este tipo de operaciones; en empresas más pequeñas, esta labor suele encontrarse a cargo del mismo gerente general (muchas veces, propietario). Cualquiera sea el caso, el encargado de esta función, y el personal a su cargo, deben convertirse en líderes de la implementación de la VBM, ser agentes propagadores y de apoyo a este proceso en toda la organización. Esto no se logra espontáneamente, por lo que los miembros de este departamento deben entrenarse cuidadosamente en todos los aspectos que involucra la VBM y tener amplio dominio del tema, para apoyar exitosamente los esfuerzos de otros departamentos en esta tarea.

La mentalidad del personal de la gerencia financiera debe centrarse en la creación de valor (Koller, 1994: 89), comprender que su significado va mucho más allá de resultados netamente financieros, para apoyar el diseño de procesos orientados hacia ese objetivo.

El gerente financiero (o su equivalente en cada empresa) puede constituirse en uno de los líderes o "campeones" que recomienda Knight (1998: 277), ya que su apoyo puede resultar fundamental para el resto de los departamentos, teniendo claro que cada uno de ellos presentará diferentes inquietudes con respecto a la VBM.

### **3.2. Selección de indicadores de desempeño apropiados.**

Se ha repetido incansablemente que la función de la gerencia financiera dentro de un proceso de implementación de VBM no se limita a la selección de indicadores de desempeño, pero sin lugar a dudas ésta es una de sus tareas fundamentales. La medición del desempeño resulta insuficiente para generar valor, pero es de vital importancia para el proceso porque permite monitorear resultados y estimular al personal por los logros alcanzados.

La empresa necesita planificar y evaluar los resultados de sus operaciones bajo este nuevo esquema gerencial, y los indicadores financieros tradicionales resultan insuficientes para medir apropiadamente la creación (o destrucción) de valor de las actividades del negocio. En el medio financiero se han desarrollado una cantidad considerable de metodologías que tratan de cuantificar el monto de valor generado en

un período; la mayoría de estas metodologías han sido diseñadas por firmas de consultoría de alcance internacional y, entre otras, pueden mencionarse las siguientes:

- Valor Económico Agregado (Economic Value Added, EVA), propuesto por la firma de consultores Stern and Stewart.
- Rendimiento del Flujo de Efectivo sobre la Inversión (Cash Flow Return on Investment, CFROI), cuya divulgación se atribuye a los consultores HOTL Associates.
- Valor del Flujo de Efectivo Agregado (Cash Value Added, CVA), propuesta de los consultores europeos FWC AB.
- Valor Agregado al Accionista (Shareholder Value Added, SVA), recomendado por la firma LEK/Alkar Consulting Group.

La gerencia financiera, conjuntamente con el resto de los directivos, será la llamada a decidir cual es la metodología que conviene a la empresa, o si es preferible no utilizar las que existen en el mercado y diseñar un modelo propio. El rol que juega la medición del desempeño en la VBM no permite que los indicadores de medición se seleccionen de manera arbitraria, por lo que deben analizarse detenidamente las características de un indicador antes de decidir si es o no el más apropiado para su gestión. En cualquier caso, el conjunto de indicadores que se utilicen para planificar y evaluar el desempeño financiero corporativo deben considerar los postulados básicos para la creación de valor:

- Se crea valor cuando se obtiene un rendimiento superior al costo de capital de los recursos invertidos en el negocio. Esto permite inferir que la medición de este valor creado involucra elementos como: monto de dinero invertido, monto de dinero generado por las operaciones, rendimiento alcanzado por operaciones, rendimiento esperado por los dueños de los recursos (costo de capital).
- La gerencia debe perseguir el objetivo de creación de valor en el largo plazo, y no concentrarse sólo en la obtención de beneficios en el corto plazo; es decir, un indicador que intente medir la creación de valor debe tomar en consideración los resultados obtenidos (o proyectados) en varios períodos de tiempo.
- Los resultados obtenidos al final de un período permiten visualizar el nivel de creación o destrucción de valor de la empresa o unidad de negocio, pero no ofrecen información detallada sobre los factores que inciden en ese resultado. Por esto, la medida que se utilice para calcular el valor debe estar respaldada por la estimación y proyección de generadores de valor que sustenten la toma de decisiones.

Con base en lo anterior, se considera que una metodología financiera que mida la creación de valor debe contener los siguientes elementos:

- 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 la operaciones, tanto lo correspondiente a recursos propios como de terceros.
- Un método para asignar la tasa de costo de 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).
- Vínculos que relacionen el monto de valor creado con sus respectivos generadores de valor.

Ahora bien, este tipo de indicadores limitan su análisis al desempeño financiero (a nivel corporativo o departamental), por lo que es recomendable considerar la incorporación de indicadores no financieros que complementen la evaluación integral del desempeño del negocio.

### **3.3. Definición de generadores claves de valor.**

Los generadores de valor son los factores operativos que ejercen la mayor influencia en los resultados operativos y financieros (Knight, 1999: 167), de allí la importancia de identificarlos para el diseño y evaluación de estrategias generadoras de valor. Cada gerente debe contar con herramientas que le permitan analizar los factores que están incidiendo en los resultados de la empresa.

El gerente financiero participa en la selección y diseño de los indicadores que se utilizarán para la fijación de metas y evaluación de los resultados del negocio, pero estas metas pueden no resultar operativas para todos los departamentos de la organización, y esto hace necesario que tales indicadores, metas y resultados sean desglosados en índices más representativos para la actividad de cada departamento, es decir, en sus generadores de valor, en las variables que pueden ser influenciadas directamente por la acción de cada unidad.

En esta tarea, la gerencia financiera constituye un soporte fundamental para que cada departamento identifique los generadores claves de valor, y vigile que éstos se encuentren vinculados al objetivo de la organización como un todo. Como recomienda Rappaport (1998: 171, 172), se comienza con la identificación de los elementos determinantes del valor (ya mencionados en la sección anterior), y a partir de éstos se identifican macrogeneradores de valor, para luego continuar identificando microgeneradores relacionados con los macro, y así sucesivamente.

### **3.4. Vínculo del sistema de remuneración con el desempeño.**

Uno de los aspectos más interesantes que caracterizan a la VBM es la necesidad de vincular el desempeño del negocio con la remuneración de gerentes y empleados. Si ya se ha señalado que el desempeño del negocio se evaluará en función del valor creado por sus operaciones, entonces el sistema de incentivos remunerativos debe estar diseñado de acuerdo con el nivel de logro de este objetivo.

La selección y diseño de indicadores de desempeño debe contemplar su vinculación con este sistema de incentivos. El gerente financiero participa en el diseño de tales sistemas de evaluación y remuneración basada en el logro, para lo cual deben considerarse mecanismos que no solo recompensen el valor creado en el corto plazo (un trimestre, un año), sino que es necesario recompensar acciones que conduzcan a mantener la generación de valor en el largo plazo. Cuando los sistemas de incentivos se basan solamente en una visión cortoplacista, se corre el peligro de que los gerentes y/o empleados concentren sus esfuerzos y recursos disponibles en el logro de resultados extraordinarios en un plazo inmediato, sacrificando los que se obtendrían en el futuro y aumentando innecesariamente el nivel de riesgo implícito en el negocio.

El sistema de incentivos diseñado debe ser estimulante, para que el personal visualice cómo su compromiso con la creación de valor le beneficiará directamente. Asimismo, este tipo de sistema debe contar con la aprobación de los involucrados, y debe ser comunicado claramente para que no surjan falsas expectativas o malos entendidos en alguna etapa del proceso de implementación.

Obviamente, la tarea de diseño, aprobación y comunicación del sistema de incentivos no le corresponde exclusivamente a la gerencia financiera, pero su participación en esta fase del proceso es fundamental.

### **3.5. Desarrollo de estrategias de educación y comunicación al personal involucrado.**

Otro factor importante para lograr una VBM exitosa es la estrategia de entrenamiento del personal y divulgación continua de los logros del proceso. En esta tarea, la función de la gerencia financiera es crucial.

En la parte educativa, el personal del departamento financiero resulta de gran ayuda en la propagación de la iniciativa de la creación de valor, y debe ser entrenado para apoyar a los supervisores de cada unidad en la labor de entrenamiento de su personal; el entrenamiento no recae directamente sobre los expertos financieros, pero su presencia es importante para reforzar el esfuerzo de los instructores asignados para cada departamento.

Por otra parte, si todo el personal está comprometido con el objetivo, todos deben estar debidamente informados de los avances alcanzados; la divulgación de reportes de desempeño debe ser continua, resumiendo los resultados obtenidos en cada período. Esto último corresponde directamente a la gerencia financiera, responsable de la contabilización y reporte de resultados, utilizando los indicadores de desempeño seleccionados para medir la creación de valor y los principales generadores de valor asociados a ellos.

#### **4. CONSIDERACIONES FINALES.**

En las páginas anteriores se ha elaborado un esbozo sobre el papel que debe representar la gerencia financiera dentro de un esquema de VBM. El propósito no ha sido proponer un esquema rígido que dirija la función de esta unidad gerencial dentro de una organización lucrativa, todo lo contrario, se plantean algunos lineamientos generales que deben ser adaptados y mejorados para su utilización en un caso específico. Sólo se intenta destacar el importante rol que juega la gerencia financiera en procesos de este tipo, y que ahora, más que nunca antes, su función debe trascender la medición y análisis de resultados para integrarse activamente al resto de los procesos que tienen lugar dentro y fuera de la empresa.

Cabe citar la opinión de James Ellis, socio de Andersen Consulting (EUA), quien señala que "... la asignación de los recursos dentro de la función financiera es típicamente algo como 80/20, con 80% de los recursos manejando el procesamiento de transacciones básicas y 20% apoyando la toma de decisiones y la creación de valor ... Las finanzas necesitan superar esta división para dedicar el 80% de su tiempo a actividades que generan valor y el 20% al procesamiento de transacciones" (Hansen, 1999, 1). No hay que ser tan estrictos con los porcentajes señalados por el consultor, pero evidentemente la función financiera debe evolucionar y representar el papel que le permitirá a su empresa ser más competitiva y satisfacer las expectativas de rendimiento de sus inversionistas.

En esta oportunidad la propuesta se ha basado en el paradigma gerencial de la VBM, pero ya sea que se considere éste como válido para una organización en particular, o se implemente otro tipo de filosofía gerencial, no puede negarse la necesidad que tienen los negocios de contar con unidades financieras sólidas e integradas a todo el proceso de creación de riqueza, para la empresa misma y para toda la sociedad.

## **REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS**

- BREALEY, Richard y MYERS, Stewart (1991). Principios de Finanzas Corporativas. 2ª. Edición. Madrid: McGraw-Hill.
- COPELAND, Tom, KOLLER, Tim Y MURRIN, Jack (2000) Valuation, measuring and managing the value of companies. 3<sup>rd</sup> edition. New York: McKinsey & Company, John Wiley & Sons.
- GUTIÉRREZ, Luis. (1992). Finanzas Prácticas para países en desarrollo. Colombia: Editorial Norma
- HANSEN, Fay (1999). "Drivers of Value". En Business Finance Febrero (<http://www.businessfinancemag.com/archives/appfiles/Article.cfm?IssueID=124&ArticleID=5026> Consultado 15 de marzo de 2000).
- KNIGHT, James (1998). Value Based Management: developing a systematic approach to create shareholder value. New York: McGraw-Hill.
- KOLLER, Timothy (1994). "What is value-based management?". En The Mckinsey Quarterly. Number 3. 87 – 101.
- RAPPAPORT, Alfred (1981). "Selecting strategies that create shareholder value". En Harvard Business Review May - June (139 - 141).
- RAPPAPORT, Alfred (1998). Creating shareholder value, a guide for managers and investors. 2<sup>nd</sup> edition. New York: The Free Press.
- SHARMAN, Paul (1999). "Value Based Management". En Focus Magazine. Issue 1. December. ([http://www.focusedmanagement.com/focus\\_magazine/back\\_issues/issue\\_01/pages/vbm.htm](http://www.focusedmanagement.com/focus_magazine/back_issues/issue_01/pages/vbm.htm) Consultado 2 de agosto de 2000).
- SLATER, Stanley Y OLSON, Eric (1996). "A Value-Based Management System". En Business Horizons. September-October. 48-52.
- STEWART, G. Bennet. (1999). The quest for value, the EVA management guide. Harperbusiness Publishers.
- VERA COLINA, Mary (2000). "EVA y CVA como medidas de la creación de valor de un negocio. Una introducción". En Tendencias, Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad de Nariño (Colombia). Vol. I No. 1. Mayo. 65 - 85.
- WESTON, Fred Y BRIGHAM, Harold (1994). Fundamentos de Administración Financiera. 10ª edición. México: McGraw-Hill.