

## **Controversias académicas al estimar la creación de valor para los accionistas**

Abraham Puente De La Vega Cáceres\*, \*\*

\*Universidad Andina del  
Cusco, Facultad de Ciencias  
Económicas,  
Administrativas y Contables,  
EP. Administración, Cusco,  
Perú.

\*\*Mgt. En Finanzas  
Corporativas y Riesgo  
Financiero

Email de autor corresponsal:  
[adm\\_abraham@yahoo.com](mailto:adm_abraham@yahoo.com)

*Recibido:* 19/10/2019  
*Aceptado:* 30/11/2019

**Citar como:**  
Cáceres, P.A, *Controversias  
Académicas al Estimar la  
Creación de Valor para los  
Accionistas*, Rev  
*Integración*, Vol. 02, 183-  
194.

### **RESUMEN**

En los últimos años para un mejor desarrollo económico las empresas enfrentan nuevos desafíos en los mercados financieros y aplican decisiones financieras que crean valor para la empresa y para los accionistas. Se enfocan en ser empresas socialmente responsables con la finalidad de ser sostenibles y competitivos en el sector sin comprometer los recursos reales para las nuevas generaciones y realizan inversiones socialmente responsable y crean valor para los accionistas. Para determinar la creación de valor de la empresa y del accionista, se aplican metodologías de valuación de valor, métodos de valoración de activos y el costo promedio ponderado de capital. Como resultado principal, al identificar los input para estimar la rentabilidad exigida y el costo promedio ponderado de capital, existen controversias académicas, enfoques y resultados diferentes aplicando modelos de valoración tradicionales. En conclusión, los manager toman decisiones para crear valor como objetivo principal y las expectativas de los inversionistas en la práctica aplican las teorías de las decisiones financieras y sus posibles limitaciones analizando la interacción entre las finanzas corporativas y otras áreas de la empresa y sus estrategias corporativas, con el fin de identificar la creación o destrucción de valor para la empresa y para los accionistas.

**PALABRAS CLAVE:** valores de acciones; valores de renta fija; valor de la empresa; estructura de capital; toma de decisiones en los mercados financieros; desarrollo económico y finanzas corporativas

**Clasificación JEL:**G12, G32, G41, O16

## **Academic Controversies in Estimating Value Creation for Shareholders**

### **ABSTRACT**

In recent years for better economic development, companies face new challenges in financial markets and apply financial decisions that create value for the company and for shareholders. They focus on being socially responsible companies in order to be sustainable and competitive in the sector without compromising real resources for new generations and make socially responsible investments and create value for shareholders. To determine the value creation of the company and the shareholder, value valuation methodologies, asset valuation

methods and the weighted average cost of capital are applied. As a main result, when identifying the inputs to estimate the required profitability and the weighted average cost of capital, there are different academic controversies, approaches and results applying traditional valuation models. In conclusion, managers make decisions to create value as the main objective and the expectations of investors in practice apply the theories of financial decisions and their possible limitations analyzing the interaction between corporate finance and other areas of the company and their corporate strategies, in order to identify the creation or destruction of value for the company and for shareholders.

**KEYWORDS:** stock values; fixed income securities; company value; capital structure; decision making in financial markets; economic development and corporate finance

**JEL Classification:** G12, G32, G41, O16

---

## INTRODUCCIÓN

Las perspectivas de las economías se vienen desacelerando y el crecimiento de las empresas transnacionales o locales es lento, esto puede frenar las inversiones de capital o inversiones socialmente responsables de las empresas corporativas. Factores exógenos que afectan las rentabilidades de las empresas y las expectativas de posibles guerras comerciales hacen que las inversiones de las empresas y de los inversionistas generen incertidumbre en los mercados financieros. Las decisiones financieras que toman las empresas e inversionistas son con el propósito de cumplir con el objetivo de crear valor, pero, el crecimiento económico es lento y sus proyecciones de crecimiento tienen como base los datos históricos de la empresa y del sector o mercado financiero. “La información pasada o rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras, ni predecir los movimientos futuros ya que se comportan como variables aleatorias” (Kendall, 1953, p. 12). El objetivo de este estudio fue realizar un análisis cuantitativo, descriptivo y exploratorio para identificar la creación o destrucción de valor de la empresa y del accionista. La hipótesis es a menor costo promedio ponderado de capital se crea valor para la empresa y para el accionista. Para ello se aplica las teorías financieras de la estructura de capital óptima, flujos de caja descontada y métodos tradicionales de valuación de valor. El documento consta de las siguientes partes: la primera realiza una introducción sobre las investigaciones previas y el objetivo del presente estudio; la segunda presenta antecedente de la teoría financiera y los input para estimar la creación de valor; la tercera presenta la metodología del instrumento econométrico, econofísica y el tratamiento de los datos; la cuarta determina los resultados para su discusión; la quinta discute los resultados contrasta con los objetivos e hipótesis y, por último, presenta las conclusiones pertinentes.

### 1. Antecedentes

Los inversionistas y los profesionales en finanzas antes de realizar una inversión financiera analizan las expectativas de la empresa a mediano y largo plazo y las eficiencias del mercado financiero local e internacional bajo la premisa de que las empresas van a generar valor para el accionista y la hipótesis de que los precios actuales de las acciones que listan en bolsa reflejan toda la información existente en el mercado. Para que se cumpla la hipótesis de mercados eficientes, es importante identificar sus premisas como son:

- El precio de las acciones lo descuenta todo, es decir, que todos los agentes conocen la información sin coste alguno,
- Todos los agentes tienen la misma percepción y enfoque,
- No existen costos en las transacciones bursátiles y
- Los inversionistas actúan racionalmente bajo la premisa de maximizar el precio de la acción.

La realidad es otra, los precios de las acciones no presentan patrones predecibles, y la información financiera tiene un coste según la perspectiva del agente y existen costos en las transacciones bursátiles cuando se ingresa y sale del mercado. “La información pasada o rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras, ni predecir los movimientos futuros ya que se comportan como variables aleatorias” (Kendall, 1953, p. 12). En los mercados financieros encontramos heterogéneas expectativas de los inversionistas donde sus conclusiones y predicciones son muchas veces opuestas a la realidad. Pero, para que se cumpla la hipótesis de los mercados eficientes, los inversionistas actúan racionalmente con el objetivo de maximizar el precio de la acción, y es una de sus funciones del manager en intentar maximizar el precio de la acción porque él se debe a sus accionistas, esta relación es el punto de encuentro entre los accionistas y el manager. En definitiva, centrarse en las finanzas corporativas el manager busca crear valor para la empresa y tomar decisiones de inversión y de financiación que maximizan el precio de la acción y por lo tanto que generen valor para el accionista.

Milla (2010) afirma: “la creación de valor para el accionista puede observarse desde una doble perspectiva: perspectiva interna, de la compañía, observable para todas las compañías; y perspectiva externa, el mercado, sólo observable en compañías cotizadas” (p. 2). Es decir, desde una perspectiva interna se crea valor para la empresa cuando la tasa interna de retorno de los flujos de fondo descontado es mayor al coste medio ponderado del capital, en inglés se le conoce como WACC (Weighted Average Cost of Capital)<sup>2</sup>. Y para el inversionista se crea valor cuando su tasa interna de retorno de los flujos de caja de las acciones es mayor a la rentabilidad exigida de las acciones ( $K_e$ )<sup>3</sup>. También, desde una perspectiva externa, se crea valor cuando la rentabilidad del accionista es superior a la rentabilidad exigida de las acciones ( $K_e$ )<sup>4</sup>.

Existen varias definiciones de creación de valor o generación de valor, algunas no especialmente correctas como es el caso del retorno contable<sup>5</sup> que evalúa la inversión en proyectos expresada en términos contables y que fue cuestionada por no considerar el valor del dinero en el tiempo considerando que en toda economía existe un precio de inflación a diferencia de los flujos de caja libre o descontado que si toman en cuenta. Otro concepto mal empleado es la medida del beneficio residual o también conocido con el nombre de valor económico agregado (EVA) sus siglas en inglés<sup>6</sup>. Court (2009) afirma: “El EVA es indicador de gestión financiera, mide la rentabilidad incremental respecto a su coste promedio ponderado de capital (WACC), y este indicador debe ser evaluado para varios periodos con la finalidad de identificar que la empresa viene creando valor” (p. 210). Existen varios ratios financieros y bursátiles que podrían confundir el concepto y ocasionar caos, por ejemplo, el EVA como indicador de gestión puede ser útil para medir la gestión financiera de los gerentes, pero no es recomendable para medir la creación de valor para cada periodo. Partiendo de la hipótesis que la creación de valor siempre depende de las expectativas a mediano y largo plazo y no de medidas contables.

Esto significa que, el EVA es un indicador de corto plazo, no se puede predecir la efectividad de una estrategia usando el EVA a largo plazo; para evaluar el beneficio de una estrategia de largo plazo en la empresa es necesario utilizar el flujo de caja libre. (Herrera, 2006, p. 50)

Al existir heterogéneas expectativas de las empresas y los inversores se debe homogeneizar las expectativas de la definición de la creación de valor bajo las tres dimensiones de la generación de valor como detallamos a continuación:

- La Creación de Valor como objetivo de las decisiones financieras y los criterios para medir esa generación de valor. Por ejemplo, la técnica más utilizada por los especialistas o inversores son el Valor Presente Neto en inglés (Net Present Value), en finanzas se conoce como el método de Flujo de Caja Descuento, es decir que todo proyecto que presente un valor actual positivo genera valor para el accionista y el otro método familiarizado es la creación de valor para el accionista (Shareholdervaluecreation)
- Compensación al Gerente en Finanzas o manager y medida del performance
- Creación de valor mediante las operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A)

Para compensar al gerente financiero hay que tener en cuenta los factores endógenos y exógenos: se da una buena gestión si el manager controla los factores endógenos y hay generación de valor. Pero, el manager no puede controlar los factores exógenos como son los impuestos, la inflación o la prima de riesgo de mercado, riesgo país, etc.. Entonces, cualquier generación de valor que se obtiene por estos factores no es atribuible directamente al manager si no a factores exógenos o factores de mercado.

Una empresa crea valor para el accionista cuando la rentabilidad para el accionista es superior al coste de las acciones, también conocida como la rentabilidad exigida de las acciones, es decir, cuando bate las expectativas. La diferencia de la rentabilidad para el accionista (retorno del inversor) y la rentabilidad exigida de las acciones ( $K_e$ ) se dan por los factores endógenos y exógenos. El retorno que el inversor obtiene está formado por los dividendos, la subida del precio de la acción (si mantienen una posición larga), pero también debemos de incluir si hay una ampliación de capital otros pagos que recibe el accionista, o si existe una recompra de acciones que es un concepto positivo. Todo esto dividido por el precio inicial de la acción obteniendo como resultado el retorno de la inversión. Y la rentabilidad exigida ( $K_e$ ) a esa inversión podemos determinar de diferentes formas una de ellas y la más sencilla<sup>7</sup> es el resultado de sumar la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo de mercado de invertir en renta variable. Ahora, la diferencia entre estas dos rentabilidades (rentabilidad obtenida y la rentabilidad exigida), lo multiplicamos por la inversión inicial eso es realmente la creación de valor para el accionista<sup>8</sup>.

Cuando el inversor identifica la creación de valor en inglés el “ValueCreation” como objetivo financiero, analiza qué decisiones estratégicas ejecutó la empresa, las empresas que listan en bolsa aplican decisiones estrategias de creación de valor como son: decisiones de financiamiento, decisiones de inversión, decisiones de fondo de maniobra y decisiones de políticas de dividendos. Cuando mueve las expectativas la empresa, el inversor compra acciones y es evidentemente que están realizando inversiones financieras.

## 2. Metodología

La selección de los datos se obtuvo de la Empresa Credicorp Ltd, es un holding peruano. Está involucrado principalmente en la banca comercial, brindando financiamiento comercial, finanzas corporativas y servicio de arrendamiento. Es una empresa que brinda servicios de banca de inversión, sus principales subsidiarias son Banco de Crédito del Perú, Mi Banco, Atlantic Secutity Bank, Prima AFP, El Pacífico - Peruano Suiza Compañía de Seguros y Reaseguros, Credicorp Capital y BCP Bolivia. Los datos a considerar en la investigación comprenden del periodo de diciembre 2009 a diciembre 2018, para poder identificar la creación o destrucción de

valor. También, se consideran una muestra de 2743 datos históricos de los precios de la acción que listan en la Bolsa de Nueva York.

Para determinar la creación de valor de la empresa y del accionista, se aplican métodos de valuación de valor. Primero se determinó la valoración de la Empresa Credicorp Ltd, aplicando la metodología de valoración de mercado o capitalización bursátil. Es importante conocer los cambios en el valor de la empresa con el objetivo de identificar la creación de valor para los accionistas. Fernández (2005) afirma: “Para estimar la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones” (p. 10).

Segundo, estimamos para cada periodo la rentabilidad exigida de las acciones mediante el método de valoración de activos financieros, en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM)<sup>9</sup>. Este modelo de valoración considera el riesgo y rentabilidad esperada, pero es cuestionada por el mundo financiero por que no cumple con las expectativas homogéneas de los inversores. Aunque no es válido para el mercado en general, pero, puede cubrir la expectativa individual de los inversores siempre y cuando considere en el modelo de valoración una correcta estimación de la beta y la prima de riesgo de mercado y adecuarlo a mercados emergentes – Perú, incorporando el indicador de riesgo país.

Para determinar las variables y la metodología a utilizar en el modelo del CAPM detallamos a continuación:

- Rendimiento del activo libre de riesgo ( $R_f$ ), utilizaremos el promedio para cada periodo del rendimiento al vencimiento de un bono del Tesoro Norteamericano a un plazo de 30 años, plazo consistente con el horizonte de inversión. Para el periodo 2018, el rendimiento de la tasa libre de riesgo es de 3.11%.
- Prima por riesgo de mercado (PRM), utilizaremos la información del promedio geométrico del rendimiento de S&P 500 menos el promedio geométrico de un bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años. Para el periodo 2018, la prima de riesgo de mercado es de 4.66%.
- Beta ( $\beta$ ), la empresa cotiza en bolsa y se utiliza un beta calculado por BloombergEconomatica, para el periodo 2018, la empresa tiene un beta de 0.74 y para los periodos del 2008 al 2018, el beta debe ser desapalancado de acuerdo a la estructura de deuda financiera entre patrimonio neto (D/E), luego se debe apalancar el beta con la estructura de cada periodo (D/E) de la empresa.
- Prima por riesgo país ( $R_p$ ), es el Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI en inglés Emerging Markets Bonds Index), principal indicador de riesgo y está calculado por JP Morgan Chase. Consideramos el promedio diario de cada periodo y para el periodo 2018, el riesgo país es de 1.47%.

Con los input desarrollados, estimamos la rentabilidad exigida de las acciones para cada periodo. Para el periodo 2018, la rentabilidad exigida es del 8.04%, a esta rentabilidad también se le conoce con el nombre de costo de capital contable.

### 3. Resultados

Los resultados muestran la evolución de la capitalización bursátil, el valor de la empresa y la creación de valor para el accionista y el comportamiento del precio de la acción del 2009 al periodo 2018.

Tabla 1

*Credicorp Ltd. Variación de la Capitalización Bursátil (Millones \$).*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Nº Acc en Circulación (millones)	94.38	94.38	94.38	94.38	94.38	94.38	94.38	94.38	94.38	94.38	
Precio Acción (\$)	77.020	118.910	109.470	146.560	132.730	160.180	97.320	157.860	207.430	221.670	
Capitalización Bursátil (\$)	7,269	11,223	10,332	13,833	12,527	15,118	9,185	14,899	19,578	20,922	
Variación de la Cap. Bursátil(\$)		3,954	-891	3,501	-1,305	2,591	-5,933	5,714	4,679	1,344	13,652

*Nota.* Adaptado de *Credicorp Ltd. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 [2016 y 2015; 2014 y 2013; 2012 y 2011; 2010 y 2009]. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P000001JE>*

Según la Tabla 1, se observa variaciones negativas de la capitalización bursátil en los periodos 2011, 2013 y 2015. Este concepto no es creación o destrucción de valor es una medida económica que indica el valor total de la empresa según el precio de mercado.

Tabla 2

*Credicorp Ltd. Variación del Valor de la Empresa (Millones \$).*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Capitalización Bursátil (\$)	7,269	11,223	10,332	13,833	12,527	15,118	9,185	14,899	19,578	20,922	
Obligaciones por pagar a corto plazo											
Obligaciones por pagar a largo plazo	10.790	24.123	28.124	48.166	59.002	69.312	79.811	76.393	77.846	78.483	
Efectivo	32.166	55.921	39.029	52.178	62.074	64.836	75.259	55.810	75.133	74.579	
Valor de la empresa	7,248	11,191	10,321	13,829	12,524	15,123	9,190	14,920	19,580	20,926	
Variación del Valor de la Empresa		18,439	21,512	24,150	26,353	27,647	24,312	24,110	4,661	1,345	172,529

*Nota.* Adaptado de *Credicorp Ltd. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 [2016 y 2015; 2014 y 2013; 2012 y 2011; 2010 y 2009]. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P000001JE>*

En la Tabla 2, se determina el Valor Total de la Empresa Credicorp Ltd. Según valor de mercado más valor en libros. Eso no implica que se viene incrementando el valor para el accionista, son dos enfoques distintos.

Tabla 3

*Credicorp Ltd. Aumento del valor para los Accionistas (Millones \$).*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Variación de la Cap. Bursátil(\$)	0	3,954	-891	3,501	-1,305	2,591	-5,933	5,714	4,679	1,344	13,652
(+) Dividendos	1.000	1.089	1.103	1.220	1.655	1.282	1.881	2.191	7.226	3.806	22
(+) Otros Pagos a Accionistas											
(+) Recompra de Acciones											
(-) Desembolso de los Accionistas											
(-) Convertibles Convertidas											
Ajustes temporales y otros											
Aumento de Valor para los Accionistas	1	3,955	-890	3,502	-1,304	2,592	-5,931	5,716	4,686	1,348	13,675

*Nota.* Adaptado de *Credicorp Ltd. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 [2016 y 2015; 2014 y 2013; 2012 y 2011; 2010 y 2009]. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P000001JE>*

En la Tabla 3, el aumento de valor para los accionistas se incrementa cuando la empresa paga dividendos a los accionistas o cuando la empresa realiza recompra de acciones y esto implica una reducción en su capitalización bursátil. En los periodos 2011, 2013 y 2015, se registró una disminución en el valor para los accionistas.

Tabla 4

*Credicorp Ltd. Conductores para la estimación de la rentabilidad exigida de las acciones*

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tasa libre de Riesgo (Rf)	4.08%	4.25%	3.91%	2.92%	3.45%	3.34%	2.84%	2.59%	2.89%	3.11%
Prima de riesgo del mercado (Rm-Rf)	4.29%	4.31%	4.10%	4.20%	4.62%	4.60%	4.54%	4.62%	4.77%	4.66%
Beta del capital contable apalancado	0.74	0.74	0.74	0.74	1.10	1.03	0.74	0.74	0.74	0.74
Riesgo país	2.91%	1.72%	1.91%	1.57%	1.58%	1.62%	2.01%	1.99%	1.45%	1.47%
Costo del capital contable (Ke)	10.16%	9.16%	8.86%	7.60%	10.11%	9.70%	8.21%	8.00%	7.87%	8.04%

*Nota.* Elaboración propia con base en datos para estimar la tasa libre de riesgo (rendimiento al vencimiento de un bono del Tesoro Norteamericano a un plazo de 30 años); prima riesgo de mercado (información del promedio geométrico del rendimiento de S&P 500 menos el promedio geométrico de un bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años); riesgo país (Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) y beta (BloombergEconomatica).

Según la Tabla 4, se estima la rentabilidad exigida o costo de capital y que estas deben ser superadas por las expectativas de la rentabilidad de los accionistas.

Tabla 5

*Credicorp Ltd. Creación de valor para los accionistas-2018 (Millones \$).*

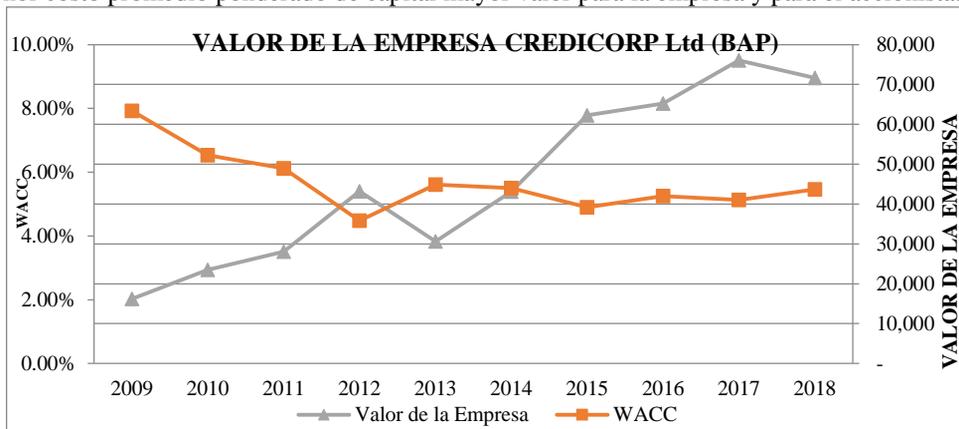
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Capitalización Bursátil (\$)	7,269	11,223	10,332	13,833	12,527	15,118	9,185	14,899	19,578	20,922	
Variación de la Cap. Bursátil(\$)	0	3,954	-891	3,501	-1,305	2,591	-5,933	5,714	4,679	1,344	
Aumento Valor Accionistas	1	3,955	-890	3,502	-1,304	2,592	-5,931	5,716	4,686	1,348	
Rentabilidad de los Accionistas	0.01%	35.24%	8.61%	25.32%	10.41%	17.15%	64.57%	38.37%	23.93%	6.44%	
Rentabilidad exigida de las acciones	10.41%	9.76%	9.88%	10.16%	9.16%	8.86%	7.60%	10.11%	9.70%	8.21%	
Creación de Valor para los Accionistas (2018)	757	3,245	219	2,453	-37	1,483	-4,782	4,787	3,241	-260	11,105

*Nota. Adaptado de Credicorp Ltd. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 [2016 y 2015; 2014 y 2013; 2012 y 2011; 2010 y 2009].*

En la Tabla 5, se observa que la creación de valor para el accionista no fue constante desde el 2009. Se destruye valor para los accionistas en los periodos 2013, 2015 y 2018.

#### 4. Discusiones

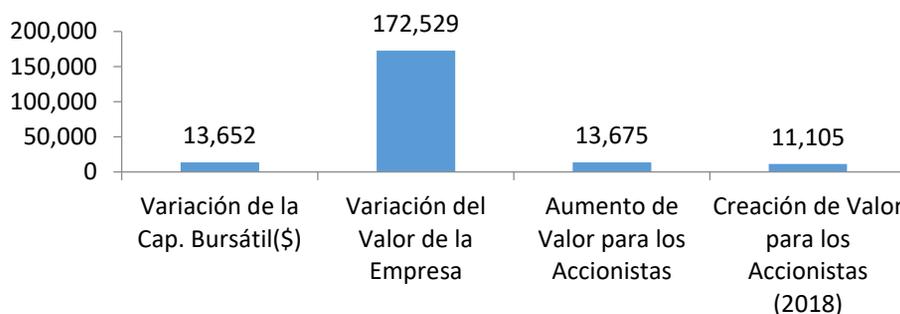
Al determinar el valor de la empresa de Credicorp Ltd, según el gráfico N° 1, se observa que dicha empresa desde el periodo 2009 hasta 2018, no cumple con la hipótesis principal de: a menor costo promedio ponderado de capital mayor valor para la empresa y para el accionista.



*Figura 1. El costo promedio ponderado de capital (en inglés WACC) y el valor de la empresa como una función de apalancamiento. Adaptado de Credicorp Ltd. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 [2016 y 2015; 2014 y 2013; 2012 y 2011; 2010 y 2009].*

Esta hipótesis se enfoca en la teoría de la estructura de capital óptima donde recomienda mejorar la combinación de financiamiento para la empresa. Que quiere decir esto, las decisiones

de financiamiento que toma la empresa según su estructura de capital es saber combinar la deuda y capital a menor costo promedio ponderado de capital. Por ejemplo, la deuda tiene menor costo que el capital y presenta una ventaja fiscal asociada con la deuda. En cambio el capital, está asociado a las rentabilidades de los inversionistas y son más volátiles. La empresa no cumple con la hipótesis por no tener una combinación adecuada en su estructura de capital y su efecto neto se registra en la pérdida de valor para los accionistas en los periodos 2013, 2015 y 2018 (según Tabla 5). Entonces, la creación de valor para los accionistas del 2009 al 2018, es mínimo su creación de valor que registra \$11,105 millones a comparación con la creación de valor para la empresa según el gráfico N° 2.



*Figura N° 2 .Creación de valor para los accionistas – 2018. Adaptado de Credicorp Ltd. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 [2016 y 2015; 2014 y 2013; 2012 y 2011; 2010 y 2009].*

También, los resultados de este estudio muestran que al identificar los input y los datos históricos a considerar no garantizan rentabilidades futuras ni proyecciones cuantitativas que optimicen los resultados a la hora de estimar la rentabilidad exigida de los accionistas y el costo promedio ponderado de capital. Una estimación con datos fiables de factores endógenos y exógenos garantiza una fiabilidad alta para tomar decisiones financieras. Por ejemplo, en los mercados financieros cada sector presenta diferentes betas. Para la Empresa Credicorp Ltd según el sector diversos presenta una beta apalancado de 0.74 para el periodo 2018, esta beta mide la sensibilidad del retorno de la acción y por ende las variaciones en el mercado. ¿Y cómo se debe utilizar o calcular las betas de cada empresa o sector? Concluimos que este indicador financiero es cuestionado por diferencias pedagógicas que consideran betas del mercado como una medida apropiada del riesgo, aplicando el método básico para estimar las betas de las empresas que consiste en dividir la covarianza de un valor dividida entre la varianza del mercado, es decir la covarianza de la acción de Credicorp Ltd y la del mercado entre la varianza del índice de S&P 500 del mercado americano, apoyándose con datos históricos bajo la hipótesis de expectativas homogéneas. Bajo esta hipótesis las betas presentan problemas cuando pueden ser influenciadas por los apalancamientos financieros y los riesgos del negocio, estudios empíricos recomiendan que pueda variar a largo plazo y sobre todo el tamaño de la muestra puede ser inadecuado. Para poder manejar estas controversias es preciso diferenciar el concepto de beta y volatilidad y según la muestra de estudio aplicar técnicas estadísticas más complejas, también es necesario examinar y compararlo con la beta del sector que brindan las empresas de información o asesoramiento financiero como es el caso de Bloomberg y Thomson Reuters.

Existe incertidumbre del mercado cuando los inversores desconocen la prima de riesgo de mercado y según la hipótesis de expectativas homogéneas del inversor aplica con datos históricos la diferencia aritmética o geométrica de la rentabilidad del índice de renta variable del sector a estudiar menos la rentabilidad de los bonos del estado a largo plazo. Se da la controversia

por los inversores que afirman, que estos datos de la empresa y el mercado no existen a la hora de sus predicciones y que son opuestas a la realidad. Según la teoría de portafolio de inversión, una cartera diversificada está compuesta por renta fija, bonos sin riesgo y renta variable, acciones de alto riesgo, las proporciones serán distintas en función a su utilidad de cada inversor. Se concluye que los agentes financieros rutinariamente hacen mención a diferentes primas de riesgo de mercado histórico, esperado, exigido e implícita, pero ¿cuál de ellos es recomendable para su aplicación? Por ejemplo, en Perú que prima de riesgo de mercado utilizan las empresas, los analistas financieros y docentes universitarios.

Encontraremos respuestas y opiniones distintas, lo recomendable es no solo aplicar las correlaciones de los índices bursátiles del mercado peruano con los índices bursátiles de los mercados desarrollados para poder estimar el impacto del riesgo de mercado o su prima de mercado.

Una posible explicación para este resultado es que la prima de riesgo de mercado y la beta no registran datos históricos que se publican por diferentes medios financieros para su análisis, por lo general todo inversor independiente obtiene una medida aproximada de cómo ha respondido el precio de la acción según las fluctuaciones históricas del mercado. Las empresas de negociación de alta frecuencia y los profesionales expertos revisan y gestionan las betas estimadas y las primas de riesgo de mercado para portafolios de inversión que son más precisas que las betas y primas de riesgo de empresas individuales, así como:

- ✓ El profesional de finanzas o inversor debe dominar el concepto o las razones de una prima de riesgo de mercado para ser rentado por el riesgo que asume, por ello la prima de riesgo de mercado debe ser superior al activo libre de riesgo.
- ✓ La prima de riesgo de mercado refleja la compensación o la recompra por el riesgo que asume el inversor por no adquirir el activo libre de riesgo.
- ✓ El inversor debe decidir cuándo entrar y salir del mercado de valores, es decir, cuando comprar una acción y si le compensa o no asumir riesgo a cambio de obtener dicha prima y como estrategia el inversor debe calcular por un lado cual es la prima de mercado y por otro cual es el riesgo asumido para obtener dicha prima de mercado.

## 5. Conclusiones

Se concluye en la presente investigación que la Empresa Credicorp Ltd. crea valor para la empresa en los últimos 10 años y destruye valor para los accionistas en los años 2013, 2015 y 2018, según el modelo de valoración de activos, el costo promedio ponderado de capital y aplicada la metodología surgen nuevas preguntas y brechas que motivan a seguir investigando: ¿La creación de valor de la empresa está correlacionada con la creación de valor para el accionista?, ¿a mayor información histórica influye mayor confianza en las decisiones racionales?

Cabe destacar que los resultados de este estudio son aproximados a determinar la creación o destrucción de valor para la empresa y para el accionista, partiendo de la hipótesis que las expectativas de las empresas e inversionistas son heterogéneas, aspecto del comportamiento humano. Se da las controversias académicas para estimar los inputs de la rentabilidad exigida y del costo promedio ponderado de capital desde un enfoque global de la corporación aplicando una de las explicaciones más lógicas al problema y objetivo principal de todo manager de crear valor para la empresa y para los accionistas y lo fundamentan en las expectativas de los inversionistas que actúan racionalmente bajo la premisa de maximizar el precio de la acción.

La viabilidad del presente trabajo es muy alta debido a que se cuenta con todos los elementos necesarios a realizarlo aplicando teorías financieras y la psicología de las finanzas, donde las expectativas de los inversionistas requieren de herramientas que ayuden a manejar las

controversias y a tomar decisiones racionales, buscando maximizar el precio de la acción y la creación de valor para el accionista.

## Referencias bibliográficas

- Credicorp Ltd. (2009). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2010). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2011). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2012). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2013). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2014). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2015). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2016). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2017). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Credicorp Ltd. (2018). *Estados Financieros y Dictamen*. Recuperado de <http://finra-markets.morningstar.com/MarketData/CompanyInfo/detail.jsp?query=14:0P00001JE>
- Allen, F., Myers, S. C., & Brealey, R. A. (s. f.). *PRINCIPIOS DE FINANZAS CORPORATIVAS* (9a Ed). México: McGraw-Hill Interamericana Editores.
- Altuve, J. G. (2005). *El riesgo en títulos valores. Métodos científicos. Comparación con el método intuitivo basado en la cosmobiología. Caso: Empresa Alger*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=3161964>
- Álvarez, I. (2016). *Finanzas estratégicas y creación de valor (5a. ed.)*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=4870536>
- Ayala Brito, G., & Becerril Sánchez, B. (2016). *Finanzas bursátiles*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=5308826>
- Blanco Ramos, F., & Ferrando Borrado, M. (2015). *Teoría de la inversión*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=4626674>
- Court, E. (2009). *Aplicación para Finanzas Empresariales*. México: Pearson Educación.
- Damodaran, A. (2004). *Applied Corporate Finance*. (2da Ed). Recuperado de [http://quantlabs.net/academy/download/free\\_quant\\_institutional\\_books\\_/IDamodaran%20Online,%20Damodaran%20Applied%20Corporate%20Finance,%202nd%20Ed.pdf](http://quantlabs.net/academy/download/free_quant_institutional_books_/IDamodaran%20Online,%20Damodaran%20Applied%20Corporate%20Finance,%202nd%20Ed.pdf)
- Díez Torca, I. (2010). *Cómo entender las finanzas de hoy*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=3202704>
- Eficiencia y primas de riesgo en los mercados de cambio*. (s. f.). 43.
- Estrategia de Generación de Valor. (s. f.). Recuperado 7 de mayo de 2019, de <http://www.ricardosalinas.com/contenido.aspx?p=Estrategias>
- Fernández, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación. *UCJC Business and Society Review (formerly known as Universia Business Review)*, (6). Recuperado de <https://journals.ucjc.edu/ubr/article/view/526>
- Galindo Lucas, A. (2005). *Fundamentos de valoración de empresas*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=3199930>
- García Boza, J. (2013). *Inversiones financieras: selección de carteras, teoría y práctica*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=3429841>
- García Padilla, V. M. (2014). *Introducción a las finanzas (2a. ed.)*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=3227686>
- Gitman, L. J., & Joehnk, M. D. (2009). *Fundamentos de inversión* (10a Ed). México: Pearson Educación.
- Gutiérrez, A. M. (s. f.). *CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA*. 21.
- Herrera Echeverry, H. (2006). *¿Es el EVA, realmente, un indicador del valor económico agregado?* 1(9), 38-61.
- Herrero de Egaña Espinosa de los Monteros, A., & Martínez Cortiña, R. (2006). *Análisis de las teorías de inversión en bolsa*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=3168816>
- Jiménez Naharro, F., & Torre Gallegos, A. de la. (2017). *Valoración de empresas y análisis bursátil (2a. ed.)*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=5634689>
- Kendall, M. (1953). "The Analysis of the Economic Time Series - Part I: Prices". 116(1), 11-34.
- Lira Briceño, P. (2013). *Evaluación de proyectos de inversión: herramientas financieras para analizar la creación de valor*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=4184879>
- Mascareñas Pérez-Íñigo, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=4909047>
- Milla G, A. (2010). *Creación de valor para el accionista*. Madrid, España: Ediciones Díaz de Santos.
- Pérez Rodríguez, J. V. (2016). *Introducción a la modelización de la volatilidad financiera*. Recuperado de <http://ebookcentral.proquest.com/lib/uniasturias/detail.action?docID=4570071>
- Rico, H., & Vega, J. (2004). *Valoración de empresas por ratios*. Recuperado de

- http://ebookcentral.proquest.com/lib/u  
niasturiassp/detail.action?docID=3158  
777
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F.,  
Carril Villarreal, M. del P., & Gómez  
Mont Araiza, J. (2012). *Finanzas  
corporativas*. México; Bogota:  
McGraw-Hill Interamericana Editores.
- Salinas, G. (2008). *Valoración y evaluación  
de marcas: medir para crear valor*.  
Recuperado de  
http://ebookcentral.proquest.com/lib/u  
niasturiassp/detail.action?docID=3181  
663
- Vila, A. (2004). *El coste de capital como  
elemento clave de una valoración*.  
Recuperado de  
http://ebookcentral.proquest.com/lib/u  
niasturiassp/detail.action?docID=3158  
897

## Anexo

### Variables del modelo:

<sup>2</sup> Se crea valor para la empresa cuando: la tasa interna de retorno (TIR) – WACC > 0

<sup>3</sup> Se crea valor para el accionista cuando: la tasa interna de retorno (TIR) -  $K_e > 0$

<sup>4</sup> Se crea valor para el accionista cuando: la rentabilidad de la acción -  $K_e > 0$

<sup>5</sup> Tasa de retorno contable =  $\frac{\text{Beneficio promedio anual}}{\text{Inversión inicial}}$

<sup>6</sup> EVA = UODI – WACC x Capital invertido. Dónde: UODI = Utilidad operativa después de impuestos, sus siglas en inglés es NOPAT)

<sup>7</sup> Rentabilidad exigida ( $K_e$ ) =  $R_f + P_m$  donde:  $R_f$  = Rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo;  $P_m$  = Prima riesgo de mercado

<sup>8</sup> La creación de valor para el accionista =  $\text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionista} - K_e)$

<sup>9</sup>  $K_e = R_f + \beta * PRM + R_p$ .