

**LA PARADOJA DEL CRECIMIENTO FRENTE AL OBJETIVO BASICO
FINANCIERO: GENERACION DE VALOR EN LAS EMPRESAS**

ALBERTO ANTONIO AGUDELO A.

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA
MAESTRIA DE ADMINISTRACIÓN
MANIZALES, OCTUBRE DE 2004**

**LA PARADOJA DEL CRECIMIENTO FRENTE AL OBJETIVO BASICO
FINANCIERO: GENERACION DE VALOR EN LAS EMPRESAS**

ALBERTO ANTONIO AGUDELO A.

**Trabajo de Grado presentado como requisito parcial
para optar al título de Magíster en Administración**

**Director: DIEGO NAVARRO CASTAÑO
Profesor Asociado**

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA
MAESTRIA DE ADMINISTRACIÓN
MANIZALES, OCTUBRE DE 2004**

INDICE GENERAL

TEMA	pág.
INTRODUCCION.....	4
PARTE I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	
1. Justificación	7
2. Delimitación de la Investigación	10
3. Objetivos de la Investigación.....	12
3.1. Objetivo General	12
3.2. Objetivos Específicos	12
4. Formulación de la Pregunta de Investigación	13
5. Planteamiento de Hipótesis.....	14
6. Antecedentes de la Investigación	15
PARTE II. FUNDAMENTACION TEORICA	
1 ENTORNO FINANCIERO Y ECONOMICO	20
1.1 Fusiones y adquisiciones.....	24
1.2 Escisiones.....	26
1.3 Alianzas estratégicas	29
2 ADMINISTRACION FINANCIERA	31
2.1 Objetivo Básico Financiero	33
2.1.1 Maximización de la utilidad	36
2.1.2 Obtención de rentabilidad	40
2.1.3 Generación de valor	45
2.2 Instrumentos de medición del Objetivo Básico Financiero.....	57
2.2.1 Contabilidad de causación	57
2.2.2 Contabilidad de caja	60
2.2.3 Indicadores de resultados	61

TEMA	pág.
3. VALORACION DE EMPRESAS	64
3.1 Riesgo	66
3.2 Definición de valoración de empresas	69
3.3 Razones para valorar una empresa	70
3.4 Metodologías de Valoración de empresas	70
3.4.1 Metodologías para empresas en funcionamiento	71
3.4.2 Valoración de empresas en liquidación	76
3.5 Gerencia basada en valor	78
3.6 Inductores de valor... ..	81
3.6.1 Crecimiento de Ingresos	83
3.6.2 Aumento de márgenes de operación	97
3.6.3 Incremento del retorno del capital	99
PARTE III. MARCO METODOLOGICO	
1. Diseño Metodológico.....	103
2. Técnicas de Recolección de Información.....	104
3. Población Motivo de Estudio.....	105
4. Diseño del Instrumento para Recolección de Información.....	107
PARTE IV. ANALISIS DE RESULTADOS Y CONCLUSIONES	
1. Análisis de Resultados.....	116
2. Conclusiones	140
BIBLIOGRAFIA.....	148
ANEXOS	155

INDICE DE FIGURAS, GRAFICOS Y TABLAS

FIGURAS	pág.
Figura No. 1. Evolución de medición de resultados en la empresa	32
Figura No. 2. Partes interesadas en la empresa	34
Figura 3. Desagregación de los ingresos contables hasta llegar a la utilidad....	37
Figura 4. Desagregación de los ingresos contables desde la perspectiva de la rentabilidad, hasta llegar a la generación de excedente.....	42
Figura 5. Desagregación de los ingresos contables desde la perspectiva del Valor Económico Agregado hasta llegar a la generación de EVA	48
Figura 6. Desagregación de los ingresos contables desde la perspectiva del Valor Económico Agregado hasta llegar a la generación de EVA.....	53
Figura 7. Evolución del Objetivo Básico Financiero.	56
Figura 8. Relación del crecimiento de ingresos con cada uno de los conceptos considerados como objetivo básico financiero.....	89
Figura 9. Egreso e ingresos de efectivo en el tiempo por el proyecto de mayor volumen de ingresos en la empresa.	95
Figura 10. Evolución del Objetivo Básico Financiero y su relación con la contabilidad tradicional.	141

INDICE DE GRAFICOS

GRAFICO	pág.
Gráfico No. 1. Comparación de distribuciones de probabilidad	67
Gráfico No. 2. Concepto de directivos de empresas sobre el objetivo básico financiero a alcanzar.	116
Gráfico No. 3. Concepto de los directivos sobre la capacidad de la contabilidad tradicional para generar la información suficiente para la toma de decisiones.	117
Gráfico No. 4. Razones por las cuales los directivos consideran que la contabilidad tradicional no genera la información suficiente para la toma de decisiones.	118
Gráfico No. 5. Razones por las que los directivos de empresas consideran que contribuye la contabilidad de caja que no lo hace la contabilidad tradicional para la toma de decisiones.	120
Gráfico No. 6. Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de valor desde el punto de vista financiero.	121
Gráfico No. 7. Información brindada por los directivos sobre la implementación o no de una estrategia de gerencia de valor en la empresa.	122
Gráfico No. 8. Información brindada por los directivos de empresas sobre como está definida la estrategia de gerencia de valor en las empresas donde la tienen implementada.	123
Gráfico No. 9. Información brindada por los directivos de empresas de los parámetros sobre los que está implementada la estrategia de gerencia de valor en la empresa.	124
Gráfico No. 10. Concepto de los directivos de empresas sobre si consideran el incremento del margen operativo como generador de valor en la empresa	126
Gráfico No. 11. Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utiliza para el incremento del margen operativo en la empresa y en consecuencia la generación de valor.	127

INDICE DE GRAFICOS

GRAFICO	pág.
Gráfico No. 12. Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como indicador de generación de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional.....	128
Gráfico No. 13. Concepto de los directivos de empresas sobre porque no consideran al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional.....	129
Gráfico No. 14. Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la generación de efectivo.....	130
Gráfico No. 15. Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de efectivo como medida de un mayor retorno sobre la inversión.....	131
Gráfico No. 16. Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utilizan para lograr un mayor retorno sobre la inversión.....	132
Gráfico No. 17. Concepto de los directivos de empresas sobre el crecimiento De ingresos presupuestado.....	133
Gráfico No. 18. Concepto de los directivos de empresas respecto a donde enfocarán la inversión para atender el crecimiento presupuestado.....	134
Gráfico No. 19. Resultado del cálculo del valor presente neto de los flujos de efectivo proyectados por la inversión y su retribución, descontadas al costo de capital calculado con las cifras entregadas por los directivos de empresas con base en el presupuesto de crecimiento.....	135
Gráfico No. 20. Resultados obtenidos con la información contable como del incremento de ingresos porcentual	179
Gráfico No. 21. Resultados obtenidos en generación de flujo de efectivo como producto del incremento de ingresos porcentual.....	179

INDICE DE TABLAS

TABLA	pág.
Tabla No. 1. Concepto de los directivos sobre el objetivo básico financiero a alcanzar.	162
Tabla No. 2. Concepto de los directivos sobre la capacidad de la contabilidad tradicional para generar la información suficiente para la toma de decisiones.....	162
Tabla No. 3. Razones por las cuales los directivos consideran que la contabilidad tradicional no genera la información suficiente para la toma de decisiones.	163
Tabla No. 4. Razones que consideran los directivos de empresas por las que contribuye la contabilidad de caja que no lo haga la contabilidad tradicional para la toma de decisiones.	163
Tabla No. 5. Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de valor desde el punto de vista financiero.....	164
Tabla No. 6. Información brindada por los directivos sobre la implementación o no de una estrategia de gerencia de valor en la empresa.	164
Tabla No. 7. Información brindada por los directivos de empresas sobre como está definida la estrategia de gerencia de valor en las empresas donde la tienen implementada.....	164
Tabla No. 8. Información brindada por los directivos de empresas de los parámetros sobre los que está implementada la estrategia de gerencia de valor en la empresa.....	165
Tabla No. 9. Concepto de los directivos de empresas sobre si consideran el incremento del margen operativo como generador de valor en la empresa.....	165
Tabla No. 10. Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utiliza para el incremento del margen operativo en la empresa y en consecuencia la generación de valor.....	166

Tabla No. 11. Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como indicador de generación de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional.....	166
Tabla No. 12. Concepto de los directivos de empresas sobre porque no consideran al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional.....	166
Tabla No. 13. Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la generación de efectivo.....	167
Tabla No. 14. Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de efectivo como medida de un mayor retorno sobre la inversión.....	167
Tabla No. 15. Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utilizan para lograr un mayor retorno sobre la inversión.	167
Tabla No. 16. Concepto de los directivos de empresas sobre el crecimiento de ingresos presupuestado.....	168
Tabla No. 17. Concepto de los directivos de empresas respecto a donde enfocarán la inversión para atender el crecimiento presupuestado.....	168
Tabla No. 18. Resultado del cálculo del valor presente neto de los flujos de efectivo proyectados por la inversión y su retribución, descontadas al costo de capital calculado con las cifras entregadas por los directivos de empresas con base en el presupuesto de crecimiento...	168
Tabla No. 19. Calculo de valor presente neto empresa 1.....	169
Tabla No. 20. Calculo de valor presente neto empresa 2.....	169
Tabla No. 21. Calculo de valor presente neto empresa 3.....	170
Tabla No. 22. Calculo de valor presente neto empresa 4.....	170
Tabla No. 23. Calculo de valor presente neto empresa 5.....	170
Tabla No. 24. Calculo de valor presente neto empresa 6.....	170
Tabla No. 25. Calculo de valor presente neto empresa 7.....	170
Tabla No. 26. Calculo de valor presente neto empresa 8.....	170

Tabla No. 27. Calculo de valor presente neto empresa 9.....	170
Tabla No. 28. Calculo de valor presente neto empresa 10.....	170
Tabla No. 29. Calculo de valor presente neto empresa 11.....	171
Tabla No. 30. Calculo de valor presente neto empresa 12.....	171
Tabla No. 31. Calculo de valor presente neto empresa 13.....	171
Tabla No. 32. Calculo de valor presente neto empresa 14.....	171
Tabla No. 33. Calculo de valor presente neto empresa 15.....	171
Tabla No. 34. Calculo de valor presente neto empresa 16.....	171
Tabla No. 35. Calculo de valor presente neto empresa 17.....	171
Tabla No. 36. Calculo de valor presente neto empresa 18.....	171
Tabla No. 37. Calculo de valor presente neto empresa 19.....	172
Tabla No. 38. Calculo de valor presente neto empresa 20.....	172
Tabla No. 39. Calculo de valor presente neto empresa 21.....	172
Tabla No. 40. Calculo de valor presente neto empresa 22.....	172
Tabla No. 41. Calculo de valor presente neto empresa 23.....	172
Tabla No. 42. Calculo de valor presente neto empresa 24.....	172
Tabla No. 43. Calculo de valor presente neto empresa 25.....	172
Tabla No. 44. Calculo de valor presente neto empresa 26.....	172
Tabla No. 45. Calculo de valor presente neto empresa 27.....	173
Tabla No. 46. Calculo de valor presente neto empresa 28.....	173
Tabla No. 47. Calculo de valor presente neto empresa 29.....	173
Tabla No. 48. Calculo de valor presente neto empresa 30.....	173
Tabla No. 49. Calculo de valor presente neto empresa 31.....	173

Tabla No. 50. Calculo de valor presente neto empresa 32.....	173
Tabla No. 51. Calculo de valor presente neto empresa 33.....	173
Tabla No. 52. Calculo de valor presente neto empresa 34.....	173
Tabla No. 53. Calculo de valor presente neto empresa 35.....	174
Tabla No. 54. Calculo de valor presente neto empresa 36.....	174
Tabla No. 55. Calculo de valor presente neto empresa 37.....	174
Tabla No. 56. Calculo de valor presente neto empresa 38.....	174
Tabla No. 57. Calculo de valor presente neto empresa 39.....	174
Tabla No. 58. Calculo de valor presente neto empresa 40.....	174
Tabla No. 59. Calculo de valor presente neto empresa 13 con desembolso en el año cero.....	175
Tabla No. 60. Calculo de valor presente neto empresa 19 con desembolso en el año cero	175
Tabla No. 61. Calculo de valor presente neto empresa 36 con desembolso en el año cero.....	175
Tabla No. 62. Calculo de valor presente neto empresa 37 con desembolso total en el año cero.....	175
Tabla No. 63. Estado de resultados y flujo de efectivo sin crecimiento de Ingresos de una de las empresas estudiadas	176
Tabla No. 64. Estado de resultados y flujo de efectivo con crecimiento de Ingresos del 5% de una de las empresas estudiadas	177
Tabla No. 65. Estado de resultados y flujo de efectivo con crecimiento de Ingresos del 10% de una de las empresas estudiadas.....	178

INDICE DE ANEXOS

ANEXO	pág.
ANEXO 1. Instrumento de recolección de información.....	155
ANEXO 2. Empresas de la población motivo de estudio	159
ANEXO 3. Resumen de resultados obtenidos	162
ANEXO 4. Cálculo de valor presente neto de las empresas estudiadas	169



**UNIVERSIDAD
NACIONAL DE
COLOMBIA
SEDE MANIZALES**

BIBLIOTECA ALFONSO CALVAJAL ESCOBAR

Resumen de Trabajo de Grado

CARRERA		MAESTRIA DE ADMINISTRACIÓN
1^{er} Apellido: AGUDELO	2^{do} Apellido: A.	Nombre: ALBERTO ANTONIO
TITULO DEL TRABAJO: LA PARADOJA DEL CRECIMIENTO FRENTE AL OBJETIVO BASICO FINANCIERO: GENERACION DE VALOR EN LAS EMPRESAS		
NOMBRE DEL DIRECTOR DEL TRABAJO: DIEGO NAVARRO CASTANO		
RESUMEN DEL CONTENIDO		
<p>De forma generalizada se ha considerado el incremento de ingresos como la fórmula más acertada para el logro del cumplimiento del objetivo básico financiero en las empresas, los directivos y gerentes por lo general presentan como un gran logro de su gestión el crecimiento alcanzado por la empresa en cada periodo, bien sea en el campo del mercadeo, desde el punto de vista de ingresos, de infraestructura y nivel de operación, o en cualquier otra manifestación que pueda darse; de igual forma se presenta como el principal propósito al momento de elaboración de presupuestos en términos porcentuales o absolutos, haciendo pensar que entre mayor sea el incremento de ingresos proyectado, mayor será la exigencia y el compromiso de quien está prometiendo su cumplimiento. Pero ante esta generalidad surgen algunos interrogantes en torno al objetivo básico financiero y al gran propósito generalizado de crecimiento: ¿es claro cuál es el objetivo básico de las empresas desde el punto de vista financiero? y ¿es el crecimiento la forma como se da cumplimiento a este objetivo básico financiero?</p>		
ABSTRACT		
<p>Of generalized form the incomes increment as the wisest formula for the accomplishment achievement of the financier basic objective has been considered in the businesses, the directive and managers generally present as a great achievement of its management the growth reached by the business in each period, well be in trade field, since the point of view of incomes, of infrastructure and operation level, or in any another statement that can be given; of equal forms is presented as the main purpose to the budgets elaboration moment in percentage or absolute terms , doing to think that among greater be the increment of incomes projected, greater will be the demand and the commitment of whom is promising its fulfillment. But before this generality arise some questions around the financier basic objective and to the great purpose generalized of growth: ¿is clear which is the basic objective of the businesses since the financial point of view? And ¿is the growth forms as is given fulfillment to this financier basic objective?</p>		
PALABRAS CLAVES: Utilidad, rentabilidad, valor económico agregado, flujo de efectivo, contabilidad de causación, incremento de ingresos.		

INTRODUCCION

No es extraño encontrar como en una empresa que presenta unos estados financieros con muy buena utilidad y una rentabilidad superior al promedio de la industria a la cual pertenece, explicada muchas veces por una tasa de crecimiento alta, está destruyendo valor para sus dueños, alejándose totalmente del objetivo básico financiero, como es la generación de valor.

En torno a este planteamiento, surge una serie de interrogantes originados por lo considerado hasta ahora como el fundamento de las finanzas en cualquier parte del mundo: ¿Acaso no son la utilidad y la rentabilidad las fuentes de valor para los accionistas o propietarios de las empresas?, ¿No es el crecimiento una forma de garantizar el cumplimiento del objetivo básico financiero en las empresas con ánimo de lucro?, ¿Cómo puede entonces establecerse los parámetros de generación de valor desde el punto de vista de la empresa y de sus propietarios o accionistas?, ¿Están los directivos de empresas enfocándose en indicadores desacertados cuando al final de cada periodo analizan el resultado de la empresa por medio de la medición del nivel de utilidad y rentabilidad generado?

La respuesta a estos interrogantes y otros más generados en la actualidad, relacionados con el tema de generación de valor, comienza a vislumbrarse cuando se analiza el contexto de las organizaciones en la actualidad, independientemente del lugar donde se encuentren, donde tengan sus mercados o donde realicen sus actividades, porque la globalización en la que se encuentran inmersas, no le permite escapar a sus efectos.

A esta globalización han contribuido ampliamente los avances tecnológicos y de comunicaciones, generando un ágil y permanente flujo de información que promovió y facilitó la movilidad de capitales de un sitio a otro en cualquier parte del planeta, hacia donde las condiciones para invertir o para la obtención de recursos fueran más favorables. Entre estas posibilidades de inversión ofrecidas por el mercado en todo el

mundo se encuentran las operaciones donde se involucran las empresas como un proyecto de inversión, las cuales se concretan por medio de las fusiones, adquisiciones, escisiones, alianzas estratégicas y cualquier otra forma similar para la búsqueda de una retribución que compense por el capital invertido y premie por el riesgo asumido en cada proyecto.

Este trabajo de investigación se orienta en primera instancia por medio de su marco teórico, a establecer cual es el actual objetivo básico financiero para las organizaciones con ánimo de lucro, el cual claramente se aleja de lo considerado tradicionalmente como tal, como es la maximización de la utilidad, o la obtención de rentabilidad y en muchos casos la generación de valor económico agregado.

Pero el hacer una afirmación como la anterior se podrá recibir innumerables rechazos y descalificaciones por personas dedicadas profesionalmente al estudio de las finanzas, sin embargo, bajo las actuales condiciones de globalización, es absolutamente claro que esos planteamientos han sido peldaños necesarios de superar por las empresas en su evolución hacia el actual objetivo básico financiero de generación de valor, además, de hacerse frente a un nivel de avance en el campo financiero donde no se pueden seguir utilizando como parámetros de medición de resultados, aquellos elementos usados cuando los aspectos económicos y de mercado a nivel mundial se encontraban bajo condiciones totalmente distintas a las actuales.

En una segunda etapa de la investigación, por medio de la realización del trabajo de campo, se recoge información de la muestra seleccionada por el criterio de tamaño de empresa, donde se analizan desde dos perspectivas, como son el grado de avance de cada una de ellas respecto al objetivo básico financiero perseguido y el conocimiento de cifras propias de la empresa, relacionadas con proyectos de inversión a realizar o en proceso de ejecución, buscando establecer claramente su efecto sobre la generación o destrucción de valor, bajo la perspectiva del objetivo básico financiero actual.

Para finalizar con la generación de unas conclusiones, permitiendo establecer si las hipótesis planteadas en un principio son ciertas o no, fundamentadas básicamente en que el crecimiento al ser analizado desde la perspectiva de la generación de valor, utilizando como instrumento de medición de la generación de efectivo, en muchos casos destruye valor.

JUSTIFICACION

Después del proceso de globalización en el que gran cantidad de empresas alrededor del mundo debieron participar como única forma de permanecer o sobrevivir, resulta paradójico encontrar actualmente como a pesar de ser conscientes de estar en una etapa superior en la evolución del conocimiento financiero, no se haya avanzado en lo más importante, como es la forma de lograr su principal propósito; es así como se tiene claridad respecto al objetivo a conseguir, como es la generación de valor actual y futuro para las empresas y por ende para sus propietarios, pero después de tener claro este objetivo general se presentan enormes diferencias respecto a su significado para quienes tienen la misión de lograrlo en las organizaciones con ánimo de lucro.

De esta manera, los sistemas tradicionales de análisis financiero en las empresas y en la academia promulgan algunos métodos de obtención de los resultados deseados o esperados, basados en supuestos fácilmente deducibles y para lo cual no se requiere mayor calificación o conocimientos en el campo financiero, como son el incremento de los ingresos operativos y no operativos de la empresa, la disminución de los costos variables, la disminución al máximo de gastos administrativos y la optimización de recursos en general, los cuales apuntan a dar como resultado la ampliación del margen de contribución y el volumen de utilidad.

O lo más delicado aún, personas expertas y estudiosas del tema del valor desde el punto de vista financiero, aseguran de forma categórica y general algunos de estos conceptos, como en el caso del Copeland et al. (1994 : 105) quien presenta la siguiente afirmación en su libro *Valuation: "Generic value drivers, such as sales growth, operating margins, and capital turns, apply equally well to nearly all business units..."*. Produciendo fácilmente en las personas dedicadas al manejo de las finanzas en las empresas el seguimiento de estas recomendaciones, por venir de uno de los mayores tratadistas del tema en el mundo y por lo tanto viendo en el crecimiento una de las fórmulas de generación de valor, dejando a un lado la no linealidad de las

organizaciones y en particular de las finanzas, porque una afirmación de este tipo obedece a un análisis cartesiano, absolutamente simplista y de corto plazo.

A pesar de todo, estos planteamientos producen resultados satisfactorios en gran cantidad de empresas, debido a que su implementación refleja rápidamente una mayor utilidad del periodo, o generación de rentabilidad para los dueños del capital, e incluso, en muchos casos generación de valor económico agregado; pero cuando se trata de crecimiento de ingresos y de la actividad operativa, estas acciones no satisfacen el objetivo básico financiero actual de la empresa, como es la generación de mayor valor actual y futuro, situación evidenciada al utilizar como medida la valoración de la empresa por el método de flujo de caja libre descontado, el cual bajo las condiciones actuales de globalización se convirtió en el principal y casi único referente de medición de valor para las empresas.

Justificación Práctica: Desde el punto de vista práctico, tiene un gran fundamento la realización de esta investigación, por buscar un cambio total de pensamiento en quienes tienen a su cargo la dirección de la empresa, orientada hacia la consecución de valor para ésta y sus propietarios, haciendo replantear la forma de medición periódica del resultado de su gestión, así como las acciones tendientes a su logro.

Toma gran importancia el estudio de este tema, al tratar de demostrar como esas acciones tradicionales orientadas hacia el crecimiento, aparentemente tan benéficas para la empresa, por el contrario pueden producir un efecto distinto al deseado, porque en muchos casos el resultado obtenido al ejecutar una decisión de este tipo se refleja como una pérdida de valor. Así como en situaciones donde las condiciones de mercado son difíciles o cuando por circunstancias particulares se decide disminuir la actividad operativa de la empresa como consecuencia se genera una valorización.

Justificando así la investigación al permitir orientar los esfuerzos de la empresa hacia la consecución de un objetivo común, claro y concreto, dejando de lado cualquier otro

posible esfuerzo inútil llevado a cabo por desconocimiento o falta de entendimiento de lo que realmente se debe buscar en la actualidad desde la perspectiva financiera.

Justificación Académica: Además del aporte de este trabajo de investigación al conocimiento en el área financiera de las organizaciones con ánimo de lucro, dará lugar a revisión de lo promulgado hasta el momento en el campo académico de la administración y de las finanzas, porque los conceptos tradicionales relacionados con los mayores ingresos por vía del incremento de la actividad operativa de la empresa, muchas veces apuntan a objetivos distintos a los buscados desde el punto de vista financiero y por supuesto desde la perspectiva de los empresarios e inversionistas de capital.

Justificación para la Maestría de Administración y la Universidad Nacional: Reviste gran importancia el desarrollo de esta investigación y el aporte al conocimiento, así sea mínimo en el inmenso mar del saber en esta materia, en razón a la contribución que pueda hacer la Universidad Nacional de Colombia y en particular la Maestría en Administración al generar nuevo conocimiento en un área como las finanzas, en donde en ocasiones se hace difícil lograr este cometido.

Justificación desde el punto de vista personal del investigador: Además de cumplir con el requisito para optar al grado de Magíster en Administración, esta investigación adquiere gran importancia para el investigador, por abordar la investigación de un tema apasionante desde el punto de vista personal, al estudiarse con una óptica que pocas personas se han atrevido a abordar, en razón a la posibilidad de convertirse en un tema álgido y contradictorio, por tratar de desvirtuar lo considerado hasta ahora como el fundamento para desarrollo de las finanzas a través de su historia, como es la contabilidad de causación y las herramientas soportadas en ella, al tratarlas como inadecuadas para la medición del objetivo básico financiero actual.

DELIMITACION DE LA INVESTIGACION

ESPACIAL: Comprendida por la población de empresas ubicadas en los municipios de Manizales y Villamaría en el departamento de Caldas.

TAMAÑO: Son motivo de estudio exclusivamente las empresas clasificadas como grandes, registradas ante la Cámara de Comercio de Manizales. Para ser clasificadas en esta categoría se tiene en cuenta el cumplimiento de dos requisitos¹: (1) que tenga más de 200 personas empleadas de forma directa por la empresa. (2) el valor de sus activos debe ser superior a 15.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes, lo que equivale para el año 2004 a tener unos activos superiores a 5.370 millones de pesos.

TEMPORAL: La investigación se lleva a cabo entre los meses de Marzo a Octubre de 2004, considerando por lo tanto la población de las empresas registradas y clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales en el año 2004.

CONDICIONES DE FUNCIONAMIENTO: Son tenidas en cuenta dentro de la población las empresas que no se encuentren incursas en procesos de reestructuración o de intervención, bien sea por procesos de liquidación, por ley 550, por concordato o por cualquier otra figura similar, en razón a que las condiciones de operación y de financiación pueden variar considerablemente respecto a sus condiciones normales de funcionamiento.

TIPO DE EMPRESAS: Son motivo de investigación solamente aquellas empresas con ánimo de lucro.

EMPRESAS QUE COMPONEN EL MARCO MUESTRAL: Las 59 empresas de la población motivo de estudio, se relacionan en el Anexo 2.

¹ Información suministrada por la Cámara de Comercio de Manizales.

CONCEPTO DE CRECIMIENTO: Para el desarrollo de esta investigación, al hacerse referencia el término crecimiento se hace relación al incremento de ingresos y los requisitos para que este se de, tales como el incremento de actividad operativa, la necesidad de una mayor infraestructura, de mayor producción, utilización de capacidad instalada, diversas formas de subcontratación, colocación de productos en el mercado y todas las demás implicaciones que un incremento de ventas trae consigo para la empresa, pero analizados solo desde el punto de vista del desembolso o ingreso de efectivo. De esta manera, al hacerse mención al término “la paradoja del crecimiento” se pretende indicar lo contradictorio que puede ser este incremento de ingresos en una empresa, al analizarse frente al objetivo básico financiero actual respecto a la creación de valor desde la perspectiva de generación de efectivo. Contradicción que se puede dar al requerirse una inversión para atender este incremento de ingresos superior a lo proyectado en retribución de excedentes de flujo de caja en el tiempo.

El término crecimiento tiene gran cantidad de significados e implicaciones para la empresa, sin embargo, para el desarrollo de esta investigación se acotó el concepto al punto de vista del objetivo básico financiero actual, es decir, considerando de interés solamente el efecto que pueda tener sobre el valor final de la empresa, reducido éste a la mínima expresión, como es una cifra obtenida del cálculo del desembolso de dinero por las inversiones requeridas y su retribución en flujo de caja.

De esta manera se dejan de lado aspectos relacionados con la cadena de valor y los aspectos cualitativos que sirven como soporte a las proyecciones por medio de las cuales se llega a la cifra final, asumiéndose que las cifras obtenidas por medio de la investigación están adecuadamente soportadas en el conocimiento del negocio, de la empresa y de su entorno por parte de quienes tienen a cargo su dirección. Igualmente partiendo de unas condiciones de optimización que implican haber superado los conocimientos y la aplicación de conceptos básicos financieros y administrativos en las empresas.

OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION

OBJETIVO GENERAL

Conocer el objetivo básico financiero al que apuntan las empresas grandes de Manizales y comprobar que el crecimiento de sus ingresos no siempre satisface el objetivo básico financiero actual de creación de valor desde la perspectiva de generación de flujo de efectivo, en razón a la no linealidad inherente a las variables inductoras de valor.

OBJETIVOS ESPECIFICOS

1. Establecer en qué grado de evolución respecto al objetivo básico financiero se encuentran las empresas grandes de la ciudad de Manizales, una vez establecidos estos niveles.
2. Conocer si variables como el crecimiento de ingresos, el aumento de márgenes operativos y el retorno sobre el capital son consideradas inductoras de valor en las empresas de Manizales.
3. Comprobar como al tratar de satisfacer el objetivo básico financiero actual de creación de valor desde la perspectiva de la generación de efectivo, empleando métodos tradicionales para la búsqueda de utilidad, como el incremento de ingresos, se puede producir un resultado contrario al deseado.

PREGUNTA DE LA INVESTIGACION

¿Puede una empresa con ánimo de lucro como efecto del crecimiento de ingresos estar generando utilidad, rentabilidad y hasta valor económico agregado y a su vez estar destruyendo valor para sus dueños?

HIPOTESIS

1. El objetivo básico financiero en muchos casos se aleja de su principal propósito, como es la generación de valor en la empresa, en razón a que adolece de vicios propios del objetivo tradicional, relacionado con utilidad y rentabilidad.

2. Algunos inductores de valor, como el crecimiento, el incremento de márgenes operativos y el retorno sobre el capital, bajo determinadas condiciones tienen efecto contrario al que se cree, es decir, pueden ser destructores de valor al asumirse la linealidad de las variables que intervienen en este proceso.

ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACION

Después de la búsqueda de antecedentes relacionados con el tema de investigación y de consultar con los grupos registrados ante Colciencias como investigadores en el área financiera, no se encontró un volumen considerable de trabajos en este sentido, sin embargo, se logró el contacto con dos investigadores en temas relacionados, como son los señores Ignacio Vélez Pareja y Mary Vera Colina, el primero colombiano, profesor, investigador de la Universidad Javeriana de Bogotá y del Politécnico Grancolombiano y la segunda, profesora e investigadora de la Universidad del Zulia en Venezuela y de la Universidad de Nariño en Colombia.

Sus trabajos han sido un gran fundamento para el desarrollo de esta investigación, por enfocar el tema del valor en las organizaciones con ánimo de lucro, desde la misma perspectiva del autor de ésta, al considerar la utilidad, la rentabilidad y el valor económico agregado como objetivos y a su vez indicadores desacertados cuando se trata de alcanzar el objetivo básico financiero actual. Así como el descalificar estos parámetros como objetivos básicos financieros por tomar como base para la obtención de sus resultados la contabilidad de causación, la cual adolece de una serie de deficiencias al ser utilizado como indicador, y dejando de lado la contabilidad de caja, cuyo resultado en la actualidad podría ser más cercano a la realidad.

Ignacio Vélez Pareja ha escrito una serie de artículos y libros relacionados con la generación de valor desde la generación de efectivo, desestimando la efectividad de la utilidad, la rentabilidad y el valor económico agregado como indicadores confiables de gestión en la búsqueda del objetivo básico financiero de generación de valor, por ejemplo, estas son algunas de sus ideas en apartes de uno de sus documentos, al hablar de generación de Valor: Vélez, I. (2000 a, 2000 b, 2004) contempla:

Se ha propuesto usar el EVA para la valoración de empresas. Es lo que está de moda. Más aún, parece que hubiera una carrera o competencia entre las firmas consultoras para saber quién registra más siglas y comercializarlas a

como dé lugar; lo peor de todo esto es la cantidad de incautos, esnobistas y nuevos ricos académicos, que ante un taller-seminario en inglés, donde anuncian que van a enseñar la nueva herramienta que ha hecho ricos a muchos, están dispuestos a pagar sumas astronómicas por algo que no funciona. EVA ni mide el valor, ni aumentar EVA significa producir más valor en la firma. Depende de la depreciación y basta cambiar el sistema de depreciación para aumentarlo o disminuirlo. Más aún, disminuirlo puede aumentar el valor (al aumentar la depreciación, los impuestos se aplazan y se obtiene mayor valor). Vélez, I. (2000:4).

La idea presentada por el señor VELEZ, I. en el anterior párrafo se manifiesta a lo largo de sus documentos y algunos borradores de su próximo libro a editar, donde analizan distintos aspectos y variables de la organización, los cuales se convierten en un fundamento sin igual para esta investigación.

Por otro lado, Mary Vera Colina ha enfocado su trabajo de investigación a la gerencia del valor en las empresas, como en el anterior caso, considerando válido el indicador de generación de valor basado en flujos de efectivo proyectados, así mismo tratando el tema de la gerencia del valor desde esta perspectiva. Dejando a un lado la contabilidad tradicional sobre la cual se basan la utilidad, la rentabilidad y el valor económico agregado. En los documentos de Vera, M. (1999, 2000 a, 2000 b) se hace referencia al error de utilizar la rentabilidad, o lo basado en ella como medida confiable de generación de valor, igualmente de manera implícita lo hace con el EVA, por utilizar como unidad base para sus cálculos la rentabilidad de la empresa, siendo más concreta en algunas ocasiones respecto a manifestar las deficiencias que presenta éste como indicador de generación de valor:

Para algunos expertos el EVA no es más que una medida contable modificada, que mantiene las limitaciones de la contabilidad tradicional, y que concentra su análisis solo en la generación de utilidades o beneficios. Siguiendo los principios de la generación de valor no solo se relaciona con al obtención de utilidades, sino también con la disponibilidad de efectivo. Vera, M. (2000 a:76).

En conclusión utilizando como soporte los trabajos de investigación desarrollados por estos dos profesionales en el campo económico y financiero, podrán conseguirse los

objetivos trazados en esta investigación, porque no es fácil entrar a controvertir la validez de unos indicadores, métodos y elementos que son la base de toda la fundamentación teórica y práctica de las finanzas en el mundo.

A pesar de lo actual y utilizado en las transacciones de compra, venta y demás actividades de la banca de inversión entre empresas, el tema de la valoración, no se encontraron trabajos de investigación en del Departamento de Caldas orientados específicamente a la generación del valor tomando como base al crecimiento desde el punto de vista financiero. Como una forma de aproximación se abordaron varios trabajos en donde se plantean algunos de estos tópicos de forma tangencial, bien sea en un capítulo o como un referente para la introducción en otro tema relacionado:

Valor Económico Agregado: muchas empresas han adoptado la gerencia del valor como filosofía de trabajo o herramienta de gestión, es por eso que en el campo empresarial se tiene relativo buen conocimiento de los aspectos relacionados con él, incluso en muchos otros casos siendo utilizado como un indicador más de carácter financiero, sin tener en cuenta las consideraciones de su filosofía. Así lo plantea el trabajo de investigación Programa de Generación de Valor para Helados la Fuente de Lina María Martínez T. (1999:20): “Muchas empresas, al evaluar sus resultados económicos, basándose solamente en las cifras contables, no se dan cuenta que aunque mostraron utilidades realmente no generaron riqueza, es allí cuando se hace necesario tomar en cuenta el tema del valor...”.

En la investigación Valor Económico Agregado, Bases Teóricas y Procesos de Implementación de Adriana María Granada Cardona (2000:56), se presenta el valor como una filosofía, al asumir la gerencia basada en el valor y afirma: “todas las decisiones que se tomen al interior de la organización deben ir encaminadas al desarrollo y mejoramiento de los principales promotores de valor de la empresa como son la rentabilidad del activo y el flujo de caja libre... El principal apoyo metodológico de la gerencia basada en valor es el EVA o Valor Económico Agregado...”. Igualmente lo hace Orlando Alvarez en Gerencia del valor (2001:43): “La gerencia del valor

empieza con la estrategia y termina con los resultados financieros, es el lazo de unión entre la estrategia y los resultados”.

En el trabajo de investigación Guía introductoria para el cálculo del Valor Económico Agregado en las pequeñas y medianas empresas de Jairo Andrés Gutiérrez (2001:87) se plantea el tema del crecimiento en ventas como generador de Utilidad: “con un plan de ventas significativo, un plan de mercado bien estructurado, nuevos canales de distribución, nuevas campañas de publicidad, ... para lograr una mayor Utilidad Neta Operativa Después de Impuestos”, presentándose como positivo el crecimiento por el efecto producido sobre la utilidad, pero dejando de lado la generación de valor.

Mientras que en el trabajo de investigación: Propuesta de Metodología para Valorar Empresas Pequeñas y Medianas no Inscritas en Bolsa de Mauricio Hoyos y Juan Carlos Manzur (2000:71) se habla de la generación de utilidades como una medida no útil para medir el propósito básico financiero: “... el hecho de generar altas utilidades en los estados de resultados puede estar destruyendo valor, ... la generación de valor es el único criterio que mide lo que le conviene a la empresa en el largo plazo”. Presentando así un concepto totalmente actualizado y aterrizado a la realidad actual, donde la utilidad o la rentabilidad han perdido importancia y la ha tomado la valoración de empresas.

En el trabajo de investigación Como Valorar una Empresa de Gonzalo Armando Alvarez Gómez (2001:35) también se hace referencia al flujo de caja libre como el mecanismo adecuado para obtener el resultado más cercano a la realidad: “Valorar económicamente una empresa es proyectar los flujos de caja futuros para determinar la generación de efectivo y dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital”. También lo hace José Germán Altuve Godoy, en Capital Intelectual y Generación de Valor (2002:44): “Este modelo debe incluir a su vez el cálculo del Flujo de Caja Libre para determinar la generación de valor que satisfaga la rentabilidad de los accionistas”.

Estos trabajos de investigación realizados en el Departamento de Caldas, por su poca profundidad en el tema de interés para esta investigación no ameritan tomarse como soporte para su desarrollo, por lo tanto, el soporte del cual se toman varios referentes en el desarrollo del documento se enfoca en los documentos de Vélez y Vera.

1. ENTORNO FINANCIERO Y ECONOMICO

Las innovaciones tecnológicas en el campo de la electrónica y las comunicaciones han cambiado radicalmente el comportamiento y la forma como el hombre ve el mundo. La posibilidad de intercambiar información instantáneamente y a escala mundial ha provocado el debilitamiento de las fronteras y ha fortalecido el mutuo contacto entre todos los pueblos y habitantes de la Tierra, llevando a unas condiciones de internacionalización y obligando a las organizaciones a anteponer las condiciones económicas, financieras y de mercado de su entorno, ante sus propias condiciones internas, situación llamada globalización y definida por Capel (1998), como el proceso político, económico, social y ecológico irreversible, acontecido actualmente a escala mundial, por el cual cada vez existe una mayor interrelación económica entre unos lugares y otros, por alejados que estén.

La globalización pretende un aumento creciente de las actividad económica entre naciones, caracterizado por una libertad de mercado, y una competitividad construida, según Oster (2000), “las ventajas competitivas son ventajas creadas y no se derivan de cualesquiera diferencias inherentes en las dotaciones naturales... La existencia de economías de escala y economías de transacción ha creado una ventaja comparativa”, llegando hasta lo planteamientos de Resnick (1999), quien manifiesta como las empresas consiguen sus materias primas en cualquier lugar del mundo, tienen sus plantas productoras donde les resulte más fácil y rentable y comercializan sus productos en otros lugares. Generando significativos beneficios financieros para los más competitivos, puesto que no todos los países pueden generar bienes y servicios con el mismo nivel de eficacia. (Gallagher y Andrew 2001)

Así, los sitios de producción, ensamble y comercialización se encuentren distantes unos de otros, dada la búsqueda de generación de valor como el propósito a lograr, independientemente donde se genere.

Lejos quedó la época cuando los consumidores estaban a la espera de lo ofrecido por los productores o de la capacidad de sus plantas de producción para satisfacer las necesidades básicas, jactándose de producir lo decidido por ellos, bajo las condiciones impuestas; ahora es el consumidor, quien tiene la oportunidad de exigir o de escoger entre las infinitas posibilidades presentadas por todas las empresas del mundo y colocadas a su disposición, bien sea por encontrar en los mercados locales productos traídos de cualquier país del mundo, o por la gran oportunidad ofrecida por la tecnología, como el Internet, permitiendo adquirir el bien deseado en cualquier parte del mundo y recibirlo en su propio domicilio, en un corto periodo de tiempo.

Los grandes cambios en materia de mercadeo traídos por la tecnología, en muchos casos inimaginables hasta hace pocos años, han hecho orientar la gestión en las organizaciones hacia actividades totalmente diferentes a las comúnmente manejadas, hoy en día se asume como superadas las ineficiencias al interior, las cuales se deben haber eliminado como requisito fundamental para colocar un producto en el mercado, orientando todos sus esfuerzos hacia el logro de mayor competitividad en el medio y la satisfacción del cliente, como forma de lograr atraer compradores de sus productos.

En el campo financiero, las condiciones de globalización también han afectado las organizaciones, traducidas en una amplia movilidad de capitales y de inversionistas, en búsqueda de oportunidades en cualquier parte del planeta, bien sea para invertir o para obtener recursos (Resnick 1999), aprovechando las diferencias impositivas y regulatorias a través de los países, permitiendo reducir costos de financiación, para quienes requieren recursos, así como para lograr una mayor retribución a los inversionistas (Grinblatt y Titman 2003), generando un gran aumento en la realización de transacciones, independientemente de la cuantía, reflejadas principalmente en actividades de adquisiciones, fusiones, escisiones, o alianzas entre las compañías más grandes y reconocidas del mundo (Janeway 1990), bien sea de forma directa o por medio de transacciones de las bolsas de valores, las que en la actualidad manejan operaciones con recursos procedentes de cualquier parte del mundo, e incluso de aquellos países considerados durante años como de tercera categoría, los que hoy son

dueños o tienen alguna participación de la propiedad de las corporaciones más importantes y tradicionales de los países desarrollados, tal es el caso de los países asiáticos, cuyos capitales se encuentran formando parte de los grandes emporios empresariales norteamericanos y europeos.

Esta facilidad en la movilidad de capitales produce la eliminación de diferencias en las regulaciones a nivel mundial, llegando a ser cada vez más similar entre los países, y generando en consecuencia una disminución de los impuestos asociados a la obtención de capital y por lo tanto un mayor equilibrio en los costos incurridos para la obtención de capital (Grinblatt y Titman 2003), haciendo disminuir cada vez más la posibilidad de obtención de beneficios por el arbitraje generado por mover capital o realizar transacciones de un país a otro.

Igualmente la velocidad en la realización de cambios de propiedad en las empresas en todo el mundo es más sorprendente aún, por la movilidad de capital y la libertad de ingreso y retiro a las bolsas de valores en cortos periodos de tiempo, existiendo la posibilidad de pasar por manos de varios propietarios, sin que sus mismos directivos alcancen a darse cuenta o a conocer a los adquirientes.

Todos esos cambios en las condiciones financieras y de mercado de las empresas y del comercio mundial han generado también una forma de pensar consecuente con esa movilidad del capital, en lo relacionado con la exigencia desde el punto de vista financiero, en razón al cambio de propósito de las empresas, el cual ya no es la generación de utilidades para su distribución a fin de año, ni buscar una rentabilidad superior al interés de oportunidad en el mercado, sino que cada vez más se tiene una visión más global o más dinámica del propósito a alcanzar, el cual se reafirma a medida en que se hace más ágil la compra y la venta de cualquier bien en el mundo, incluidas las empresas o la participación en ellas.

Este objetivo no puede ser otro distinto al de generar el máximo valor en la organización, el cual se mide fácilmente en el establecimiento de su precio en el

mercado o de la cotización en bolsa de sus acciones, mostrando un norte claro a los directivos o propietarios de empresas, sobre cual debe ser su propósito desde el punto de vista financiero, como es la generación de valor, pero medido éste de la misma forma como se establece el precio de una empresa cuando está inmersa en un proceso de venta, adquisición, fusión, o cualquier otro tipo de negociación.

En la actualidad puede considerarse como entorno para las organizaciones el ámbito mundial, el cual se ha convertido en un factor de gran relevancia para el desarrollo de sus actividades, con una gran incidencia sobre sus resultados. Este grado de influencia se ha generado por los avances logrados en el campo de las telecomunicaciones, por los mejores y más eficaces medios de transporte y por la generación de grandes emporios empresariales y financieros, los cuales han agotado su capacidad de crecimiento en sus entornos nacionales o regionales y se han visto avocados a la necesidad de explorar nuevas y en algunos casos apartadas zonas geográficas en la búsqueda de nuevos mercados, como única forma de cumplir sus exorbitantes metas de crecimiento, ayudados por las presiones de carácter político y económico ejercido por los países desarrollados sobre los de menor grado de desarrollo para la apertura de sus fronteras y la internacionalización de sus economías.

La presión de la globalización ha forzado a los países a abrir sus economías eliminando con ello la eventual protección que para las empresas domésticas representaban las barreras arancelarias. La eliminación o disminución de estas barreras ha ocasionado que muchas empresas queden expuestas a una competencia desigual con otras extranjeras poseedoras de un gran tamaño o ventajas comparativas en términos de tecnología, costos financieros o economías de escala... Frente a estas amenazas muchos empresarios, para garantizar la supervivencia y el crecimiento de sus negocios evitando con ello la disminución de su valor, además de que han debido emprender reestructuraciones para que sus empresas sean eficientes y productivas también han recurrido a alternativas como fusiones, adquisiciones, desinversiones, alianzas estratégicas, licenciamientos y franquicias, entre otras. (García 2003:8)

Pero la globalización y la apertura económica han incidido sobre las empresas no solo por aspectos de índole comercial y financiero, como en el caso de la entrada de

productos importados y en algunos casos con la posibilidad de llegar a otros mercados del mundo con los productos nacionales y el flujo de capitales entre países, sino también con la incidencia en otros campos, como en el político, el laboral, el cultural, el tecnológico y en todas las demás áreas que de una o de otra manera tienen influencia sobre las actividades de las organizaciones y sus resultados.

De esta forma, cualquier empresa en cualquier país del mundo, bajo las condiciones actuales, fácilmente puede verse afectada por los cambios de la economía, por las tasas de cambio o por una crisis en una bolsa de valores de un país ubicado en el otro extremo del planeta, porque cualquier acontecimiento positivo o negativo es conocido en todo el mundo de manera instantánea por la velocidad y la gran posibilidad en cuanto a sistemas de comunicación existentes. De igual manera, cuando hay una variación importante en el comportamiento de una bolsa de valores, el efecto se recibe en gran parte del planeta, por encontrarse la inversión en cada país totalmente abierta a todas las posibilidades, independientemente de su procedencia.

Pero la globalización y la oportunidad ofrecida por las comunicaciones en todo el mundo en los aspectos económicos y financieros han generado una serie de tendencias en estos órdenes, haciendo necesaria su consideración y análisis detallado. Entre estas tendencias pueden resaltarse las fusiones, las adquisiciones, las escisiones y las alianzas estratégicas.

1.1 Fusiones y Adquisiciones.

El poder económico concentrado por algunas organizaciones en la actualidad, es tal, que existe una gran tendencia en algunos sectores económicos hacia el monopolio (Miller y Meiners 1990), el cual se logra, ya no por la protección otorgada o concedida por algunos gobiernos bajo determinadas circunstancias, sino por la concentración de poder económico ostentado algunas organizaciones, pero ya no es solo a nivel de un país donde se puede dar el monopolio, sino en el mundo entero. Este poder en gran número de casos se consigue gracias a las fusiones de empresas o a las adquisiciones de unas a

otras, las que en otra época eran consideradas como sus competidores directos, sus proveedores o sus mismos clientes. (Oster 2000)

La orientación a nivel mundial en la actualidad está dada hacia la realización de fusiones entre las empresas más grandes y poderosas, medidas por sus condiciones económicas y participación en el mercado, las cuales han visto en la realización de operaciones de este tipo una gran oportunidad de generación de resultados positivos, por la sinergia generada al fusionarse o al incrementar su tamaño por medio de una adquisición. (Lewellen y Ferri 1983)

A pesar de la existencia de un gran número de motivos para la decisión de fusión o adquisición de empresas, desde la perspectiva financiera, todos ellos pueden resumirse en uno solo, como es la creación de valor, y la metodología para medirla es la del análisis de los proyectos de inversión, al tratarse la decisión de adquirir una compañía, de una típica decisión de inversión (Fernández y Bonet 2003), por lo tanto, para realizarse una fusión, se deberá tener respuesta afirmativa a la pregunta: ¿Es el valor de las dos empresas juntas superior a la suma del valor de cada una de ellas funcionando por separado?.

Así, “será una buena decisión financiera el adquirir una empresa cuyo precio de compra sea inferior al valor actual de los flujos de caja esperados cuando ésta ya se encuentre fusionada con la adquiriente” (Mascareñas 2000:2), convirtiendo a los flujos de caja en una herramienta importante la cual proporciona una valiosa entrada en la decisión de la fusión. Pero no todas las fusiones y adquisiciones por el solo hecho de llevarse a cabo generarán el resultado deseado de creación de valor, porque si bien, en la mayoría de casos son exitosos, también hay una larga lista de fracasos, donde el resultado ha sido una sinergia negativa, es decir, el total ha sido inferior a la suma de sus partes. (Lewellen y Ferri 1983)

La frecuencia cada vez mayor con que se llevan a cabo las fusiones y adquisiciones en el mundo, no solo al nivel de grandes corporaciones, sino también llegando a

transacciones de pequeñas y medianas empresas, incluso a nivel local, en cualquier país del mundo, ha servido a muchas organizaciones, empresarios y directivos para conocer cual ha sido su norte en cuanto al objetivo básico financiero, como lo dice Mascareñas (2000:321), “De cara a la estimación del valor de un negocio determinado, desde el punto de vista de un comprador potencial, es el flujo de caja libre de la empresa la técnica de valoración más importante y más utilizada actualmente”.

Habrán directivos de empresas que aseguren la no incidencia del valor presente neto de sus flujos de caja, como medida de análisis de resultados de su empresa, porque el propósito no es venderla, fusionarse o adquirir otra empresa, sin embargo, bajo las condiciones actuales de globalización y de alta exigencia de competitividad, las empresas no se venden, se fusionan o se adquieren únicamente si hay voluntad de sus directivos, porque también en la actualidad se habla de adquisición hostil y se dan casos con relativa frecuencia, en donde la transacción se hace entre la empresa interesada o atacante y directamente los accionistas de la empresa atacada. (Roberts 1997)

De esta manera, en la medida del aumento en la frecuencia de este tipo de transacciones, tanto voluntarias como hostiles tomando como base de cálculo de valor sus flujos de caja futuros traídos al valor presente, se hace más claro y evidente el propósito básico financiero actual de las empresas, dejando cada vez con menos peso el considerar otro propósito distinto al de generación de valor desde esta perspectiva.

1.2 Escisiones.

Bajo las condiciones existentes alrededor de las empresas en la actualidad, caracterizadas por un alto nivel competitivo, éstas deben controlar permanentemente su posición estratégica y replantear sus competencias básicas cada que sea necesario, como respuesta a ello, buscar una reestructuración y un nuevo posicionamiento para hacer frente a estos retos competitivos lo más adecuadamente posible, es así como una vez establecido claramente el objetivo financiero de las empresas, sus directivos, accionistas y todos aquellos con algún grado de incidencia sobre las variables más importantes

generadoras de resultados, comienzan a llevar a cabo las acciones pertinentes para el logro de estos propósitos. (Moncada 1999)

Entre estas acciones se encuentran las escisiones como una respuesta estratégica a las necesidades de alta competitividad exigidas por el mundo actual. La escisión es definida por Brealey y Miers (2003) como una empresa nueva e independiente, creada separando parte de los activos y de las operaciones de una empresa matriz. Mediante la escisión de empresas los directivos pueden concentrarse en la actividad principal, por la facilidad en la visualización de los resultados, permitida por los negocios como unidades independientes.

Es fundamental la desagregación de los resultados de la empresa en un periodo determinado, tanto los ingresos como los egresos por áreas de la empresa, por filiales, departamentos, líneas de producto o servicios, o todo aquello susceptible de ser desagregado en búsqueda de una información más precisa de cómo cada área, producto o servicio de forma individual contribuyó o puede contribuir, sobre el resultado final perseguido.

Así lo expresan Hax y Wilde (2003:211) “Los datos cuantitativos deben ser desagregados sistemáticamente para generar mediciones detalladas, capaces de revelar sorpresas espectaculares, o concentraciones inesperadas en el comportamiento de los datos”. Al hacer uso del análisis detallado de la información, se pueden tomar decisiones que contribuyan cada vez más al logro de los resultados deseados en la organización, por mantener o fomentar aquello más importante para su cumplimiento o mejorar o eliminar lo que brinde un aporte pobre o generador de resultados contrarios a los deseados.

Algunos de estos análisis detallados podrán dar como resultado la necesidad de decidir si se continúa o no con un área de la empresa o con determinado producto, siempre y cuando exista la posibilidad de separarlo de la organización sin afectar su actividad, es decir, llevar a cabo una operación de escisión, consistente en una reestructuración en

donde se divide el patrimonio de dicha empresa en dos o más nuevas empresas, dándoles a cada una de las nuevas entidades personalidad jurídica y económica propias. En lo referente a la escisión operacional, muchas de las actividades y operaciones relacionadas realizadas de forma conjunta, son separadas de manera definitiva, logrando así la dedicación exclusiva de cada nueva entidad a su propia actividad.

La decisión de la escisión debe contribuir a la generación de valor y puede ser simplemente la eliminación de un área o producto, o su venta, convirtiéndose así en una venta parcial de la empresa, decisiones que de una o de otra forma contribuyen al propósito de generación de valor buscado por la organización, en el primer caso por la eliminación de una parte de la empresa a consecuencia de la generación de resultados insuficientes o contrarios a los deseados, permitiendo mantener los resultados positivos de las áreas generadoras de valor, así como la liberación de los recursos atados a ella.

Para el caso de la venta, la escisión de la empresa deberá estar basada en la creación de valor para sus accionistas, atendiendo la idea subyacente donde los activos puestos a la venta pueden tener un valor superior a la simple actualización de la corriente de flujos de caja futuros esperados por permanecer integrados a la compañía (Mascareñas 2000), es decir, los recursos recibidos por venta contribuirán mejor al cumplimiento del objetivo, mientras la parte de la empresa vendida puede tener mejor aprovechamiento por parte de su adquirente, por disponer de más y mejores recursos o gestión para la explotación de esta unidad productiva.

Cuando se contempla la posibilidad de la escisión en la empresa, se está contradiciendo implícitamente de alguna manera la convicción generalizada sobre el crecimiento, por ser considerado ésta como la mejor forma de lograr la utilidad, rentabilidad, valor económico agregado, o cualquier otro objetivo similar relacionado con el objetivo financiero de la organización. Sin embargo, es claro que si un elemento componente del sistema, no funciona y puede ser separado sin causar desestabilización, se deberá hacer, así la empresa quede reducida a un tamaño mucho menor al inicial, pero con la

posibilidad de contribuir más fácilmente al cumplimiento de su objetivo básico financiero.

1.3 Alianzas estratégicas.

Jones (2001) plantea dentro de las posibilidades de estrategias corporativas en búsqueda de satisfacer sus objetivos, exigidas por el mundo en la actualidad para las organizaciones, la necesidad de contemplar otra alternativa de crecimiento, de posicionamiento y de penetración de mercados, como son las alianzas estratégicas, entendidas éstas como acuerdos formales entre dos o más organizaciones, con el fin de trabajar hacia una meta común, debiendo identificar las metas críticas para cada participante, llevándose a cabo por medio de la fusión de ideas, planes y conocimientos (Rechnitz 2001), soportadas en relaciones oportunistas o permanentes desarrolladas como una forma de sociedad entre los participantes.

Independientemente del tipo de empresa o industria a la que pertenece, las alianzas estratégicas son una de la mejores formas de alcanzar lo conseguido con las fusiones o adquisiciones de empresas, con la gran diferencia del mantenimiento de la autonomía de cada uno de sus participantes, y con la posibilidad de unir esfuerzos en todos los negocios realizados o solo en aquellos donde las condiciones requieren el apoyo o participación uno del otro, o para obtener mejor provecho de oportunidades de negocio. (González 2001)

De todas maneras, las alianzas, al igual que cualquier otra estrategia ejecutada en la búsqueda de mejorar competitividad, posición en el mercado y en general valor, tiene su componente de riesgo o de dificultad, haciendo necesario su análisis y valoración antes de decidir su implementación, por encontrarse el riesgo presente en cada una de las etapas del proceso de alianza, comenzando desde el mismo momento de la elección del socio, hasta colocarla en funcionamiento. Entre los riesgos más significativos se encuentran la pérdida de control de algunas funciones para alguna de las empresas

participantes, las dificultades para el ajuste, la falta de flexibilidad y colaboración, y fundamentalmente, el flujo de información hacia la otra parte (Das 1999), información considerada en muchas ocasiones como confidencial, e incluso parte de la ventaja competitiva de la empresa en el mercado. Esta dificultad en la entrega de información a la otra parte de la alianza radica en la temporalidad de la unión, abriendo la posibilidad sobre la información compartida, de poder ser usada posteriormente en contra de la empresa, cuando la alianza haya llegado a su término.

Pero a pesar de los posibles inconvenientes en la realización de una alianza estratégica, sin duda puede ser una forma de generación de valor para las empresas, con un componente importante a considerar, como es la poca o ninguna necesidad de inversión de recursos, como no ocurre para el caso de otras alternativas estratégicas, convirtiéndola en una posibilidad con grandes ventajas frente a las demás.

2. AMINISTRACION FINANCIERA

Después de establecido el entorno de las organizaciones en la actualidad, tanto a nivel micro como macro, es necesario conocer, cuál ha sido la evolución presentada en el área financiera como consecuencia de la globalización a la que se han visto obligadas a participar, bien sea por su inmersión directa en ella, aprovechando las oportunidades generadas o por la obligatoriedad como única forma de permanencia y de mantenimiento de unas condiciones mínimas, o por los efectos indirectos que de una o de otra manera trae sobre cualquier empresa en el mundo, así no sea el interés el participar en ella.

En un aparte anterior se veía como para las organizaciones uno de sus aspectos afectados por la globalización fue el financiero, al existir mayor movilidad de capitales, bien desde los inversionistas buscando mejores alternativas de retribución de su inversión, o desde la demanda de capital a menor costo, aprovechando en muchas ocasiones la posibilidad de arbitraje por la diferencia de condiciones impositivas y cambiarias de un país a otro.

Los análisis financieros realizados hasta antes de darse el proceso de globalización, generalmente estaban orientados hacia la medición de los resultados por medio de indicadores de carácter interno, permitiendo conocer el nivel de eficiencia logrado por los principales aspectos operativos de la empresa y la optimización de bs recursos a su disposición. Muy pocas empresas en el contexto mundial se preocuparon por el seguimiento de elementos de importancia a nivel externo a la organización.

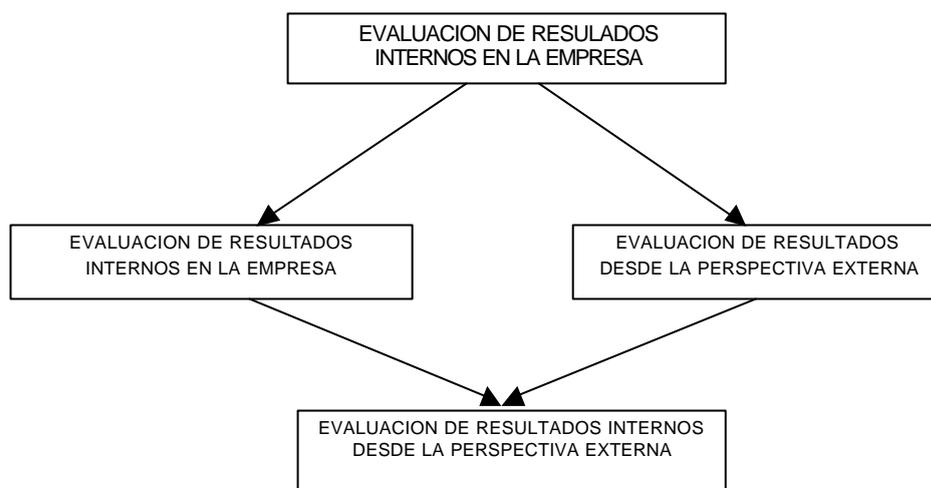
Pero la globalización trajo consigo en el ámbito financiero un cambio de mentalidad respecto a los elementos considerados como críticos y por lo tanto susceptibles de seguimiento y medición, ya no es suficiente la medición de los aspectos más importantes a nivel interno de la empresa, sino, que se hace necesario mirar el

comportamiento y la percepción de la organización su entorno, como lo expresa Vera (2000a: 67):

En este entorno, muchos expertos en análisis gerencial y financiero a nivel mundial orientan sus estudios a la búsqueda de estrategias y mediciones que permitan enlazar el desempeño financiero interno de la empresa con la visión que tiene el mercado bursátil de la misma; es decir, buscar dentro de los resultados operativos de la propia empresa, una explicación al comportamiento del inversionista/accionista, ya sea que se trate de empresas que coticen en bolsas de valores o no... Donde el objetivo principal perseguido es la maximización del valor para el accionista.

Pero la globalización no se ha dado de una manera inesperada, ha sido un proceso, de varios años, razón por la cual el objetivo básico financiero también debió haber sido producto de un proceso de evolución, hasta llegar al actual, igualmente su medición ha sufrido una evolución mientras el objetivo ha ido cambiando, iniciando de la medición desde la perspectiva interna, pasando por la combinación entre la medición interna y externa y llegando hasta la medición desde la perspectiva externa (ver gráfico 1), pero con la conciencia de la necesidad que cada una de las actividades desarrolladas a su interior estén orientadas hacia ese resultado externo, es decir, soportado por cada una de las acciones y mediciones realizadas al interior. Como se presenta en la figura 1.

FIGURA 1. Evolución de medición de resultados en la empresa como producto de la globalización.



Fuente: Elaboración propia, con base en (Vera 2000 a: 67)

Sin embargo, a pesar que el principal objetivo de la organización, así como sus indicadores de medición de cumplimiento de ese objetivo deben estar orientados hacia el valor desde una perspectiva externa, aún en un gran número de empresas en el mundo esa evolución no se ha dado, y se sigue utilizando únicamente como medida y seguimiento a la gestión los indicadores enfocados hacia aspectos internos, es decir, los indicadores tradicionales.

2.1 OBJETIVO BASICO FINANCIERO

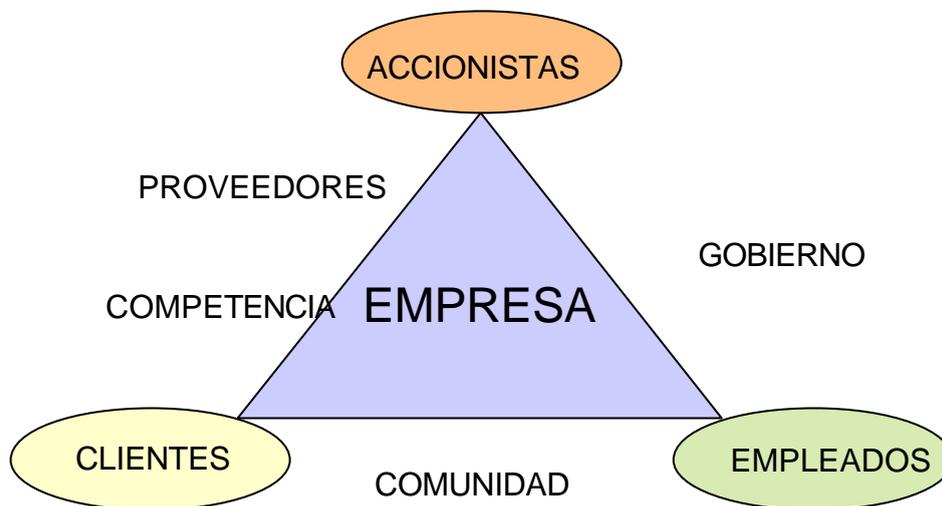
Las empresas con ánimo de lucro en la actualidad pueden presentar una diversidad de posibles objetivos de acuerdo a la perspectiva desde donde se mire, e incluso desde la óptica financiera se pueden formular objetivos de distintas características, como por ejemplo: “sobrevivir, evitar problemas financieros y la quiebra, derrotar la competencia, maximizar las ventas y la participación en el mercado, minimizar costos, maximizar utilidades, mantener un crecimiento sostenido de utilidades, etc.” (Jaramillo 2001), sin embargo, algunos de ellos pueden ser indicadores parciales aportantes a un objetivo general, o en otros casos pueden ser planteamientos equivocados cuando se ubican en el contexto de cada organización y su complejidad, es así como el incremento de ingresos, o la optimización de costos, o una estrategia que resulta efectiva para una empresa en particular puede producir un resultado contrario en otra similar ubicada en un contexto diferente. Es probable que años atrás algunos de estos planteamientos revistieran total validez ante las condiciones de simplicidad y linealidad características de las organizaciones y su entorno, pero bajo las complejas condiciones actuales exigen una revisión, porque claramente se quedan cortos o en muchos casos contradicen el verdadero objetivo al que deben apuntar.

El objetivo básico financiero en la actualidad según Weston y Copeland (1995), Bodie y Merton (2003), Gallagher y Andrew (2001) y Gitman (2003), consiste en la maximización de la riqueza en la empresa, la que puede traducirse como buscar el máximo valor para sus dueños, el cual se mide por la variación en el valor de su

patrimonio. Haciendo de esta manera que todas las acciones realizadas por cada uno de los miembros de la organización deban contribuir a este propósito.

La generación del máximo valor para los dueños puede conseguirse más fácilmente según García (2003), considerando a las demás partes interesadas en la empresa, por medio del mantenimiento del valor para ellas, es decir, el objetivo básico financiero se traduce en la maximización de valor para los accionistas y el mantenimiento del valor para los clientes y empleados, así como para las demás partes interesadas en la organización, como bien puede ser los proveedores, la comunidad, el gobierno e incluso la competencia. Igualmente expresan Fernández y Bonet (2003): es así como los mecanismos internos de control de la empresa, han de vigilar porque se genere toda la riqueza potencial de que dispone para distribuirla del modo más adecuado entre estas partes interesadas.

FIGURA 2. Partes interesadas en la empresa.



Fuente: Elaboración propia, con base en Navarro (2003: 12)

El gráfico presenta las partes interesadas en la empresa, colocando en el nivel más alto a los accionistas, a quienes se debe atender por medio de la maximización del valor, manteniendo un fuerte interés por los clientes y los empleados y sin desconocer el interés mantenido por otros grupos en la empresa, como bien puede ser el gobierno, los proveedores, la comunidad y hasta la misma competencia.

“Aunque la maximización de la riqueza de los propietarios es el objetivo primario, las empresas deben ampliar su enfoque para incluir los intereses de las partes interesadas porque evita conscientemente acciones que demuestren ser perjudiciales para los propietarios” (Gitman 2003:14). La búsqueda desenfadada de la maximización de la riqueza para los dueños de la empresa, es un objetivo demasiado simplista, al no contemplar aspectos éticos, los intereses de otros grupos y los intereses de la sociedad, llevando fácilmente a dificultar o a encontrar obstáculos en su búsqueda, originados al interior de la misma organización, por quienes se sienten desfavorecidos por el enfoque exclusivo de satisfacción de los propietarios de la empresa. (Gallagher y Andrew 2001)

La maximización del valor como objetivo básico financiero de la empresa, contempla horizontes tanto de corto como de largo plazo, eliminando la ambigüedad generada desde el punto de vista financiero, cuando se busca maximización de la retribución de la empresa en el corto plazo y la satisfacción de la empresa a los propietarios y demás partes interesadas a largo plazo. (Jaramillo 2001)

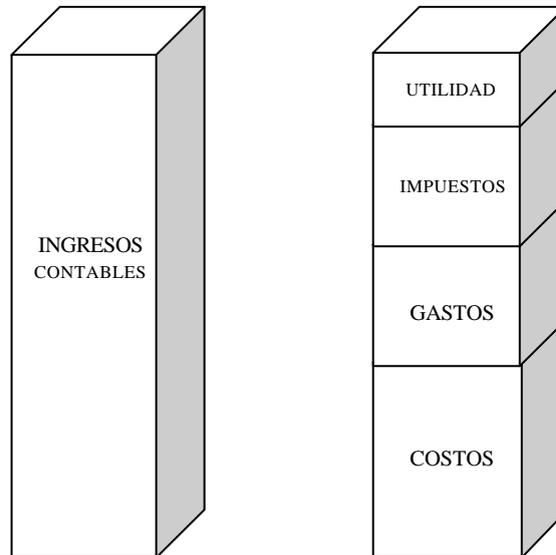
Esta búsqueda de maximización del valor como objetivo básico financiero se manifiesta de una manera clara y sencilla, totalmente comprensible, tanto por los encargados de conseguir este objetivo, como por los que se encuentran alrededor y a la expectativa de su consecución, sin participar de forma directa en su logro (García 1999), sin embargo, las diferencias en torno a su cumplimiento se generan al profundizar sobre el significado de este concepto para cada uno de los que esperan esa maximización de la riqueza, diferencia traducida en la evolución del objetivo básico financiero para las empresas.

A esta evolución han contribuido ampliamente los cambios en las condiciones económicas mundiales, manifestados de forma clara con el auge o la declinación traído a algunos sectores económicos importantes cada década (Auer 2002), de igual forma por los grandes cambios globales de mercado, los cuales han producido cada vez, una mayor exigencia en cuanto a los resultados a obtener.

La maximización del valor de la empresa puede ser interpretado según el analista como una de estas distintas alternativas: como la generación del máximo de utilidades, como la consecución de rentabilidad, como la generación de valor, bien sea desde el punto de vista del valor económico agregado o desde la generación de flujo de efectivo que contribuya a la valorización de la empresa en el mercado. A pesar de existir otra cantidad de propósitos más, utilizados o interpretados como objetivos básicos financieros, los anteriores recogen los principales conceptos de los expertos o de las personas con incidencia directa sobre la estrategia y los resultados de las organizaciones. Ante estas posibilidades, de entrada se puede generar un gran interrogante: ¿Cómo pueden existir diversos objetivos básicos financieros y además tan diferentes?, son precisamente estas distintas posibilidades y la diferencia existente entre ellas las que exigen un estudio de sus fundamentos y de su propósito, con el fin de conocer lo acertado o no de cada uno de ellos, teniendo en cuenta siempre el entorno en el cual se desenvuelven actualmente las organizaciones con ánimo de lucro.

2.1.1 Maximización de la Utilidad. Es así como puede hablarse de un primer objetivo, básico para las empresas con ánimo de lucro en la etapa más temprana de su vida, donde la generación de máxima utilidad suele ser el principal propósito, por lo cual las utilidades se convierten en el medidor del éxito alcanzado (Amat 1999), entendida ésta simplemente como el lograr un excedente, al restar los costos, gastos e impuestos de los ingresos causados en cada periodo (ver figura 3).

Figura 3. Desagregación de los ingresos contables hasta llegar a la utilidad.



Fuente: Elaboración propia.

Este objetivo en muchas ocasiones difícil de conseguir durante los primeros periodos de existencia de la empresa, en razón a encontrarse en una etapa de posicionamiento, tanto de la marca como de su producto, obligando a realizar altas y costosas inversiones en aspectos como publicidad, promoción y demás elementos de mercadeo tendientes a su reconocimiento en el mercado donde desea incursionar.

Esta condición de necesidad de búsqueda de posicionamiento conduce a la posibilidad de subdivisión del objetivo básico financiero en una primera etapa, creándose otro objetivo previo al de la obtención de utilidad, como es el de lograr el punto de equilibrio, el cual servirá de referente durante las primeras etapas de operación, para establecer un primer logro en la evolución de la empresa; definido este punto de equilibrio como el nivel de actividad en el cual los ingresos igualan a los costos y gastos totales, es decir, el nivel de operación donde la utilidad es igual a cero. (García 1999)

Cuando se tiene como objetivo alcanzar el punto de equilibrio, no se tiene en cuenta en ningún momento la inversión realizada por sus dueños, simplemente se trata de sobrevivir y lograr el mantenimiento de la empresa por si misma, buscando no acudir a recursos externos para su sostenimiento, por lo tanto los dueños del capital invertido en ella deberán tener la conciencia de la posibilidad de no obtenerse retribución durante esta primera etapa.

La generación de utilidad, como indicador de cumplimiento del objetivo básico financiero presenta varias deficiencias, haciéndolo impreciso y en ocasiones contradictorio; las imprecisiones vienen dadas por la fuente generadora de la información, como es el sistema contable tradicional manejado por cada empresa, el cual bajo la normatividad tributaria y fiscal, convierte el propósito de los directivos en este sentido en mostrar el menor valor de utilidad, con el fin de tributar lo menos posible; situación permitida gracias a la contabilidad creativa² que facilita este manejo. De esta manera, si los criterios contables aplicados en una empresa, difieren de otra, no podrá hacerse comparación directa de los resultados (Amat 1999), por lo tanto como indicador de logro del objetivo básico financiero pierde validez.

La contradicción de la utilidad como indicador se da en que al manejar este concepto en la empresa, se busca sencillamente maximizar la utilidad en cada periodo de operación, dejando a un lado una serie de aspectos importantes desde el punto de vista financiero y de gestión. “La obsesión por el crecimiento de las utilidades contables puede conducir a los ejecutivos a utilizar métodos de contabilización que favorezcan la utilidad neta sin representar ello incremento alguno en el valor de la empresa” (García 2003:168), provocando en un periodo la posibilidad de obtenerse un alto valor de utilidad, generando satisfacción a quien considera éste como su propósito, sin tener en cuenta la rentabilidad representada por esa utilidad frente a la inversión realizada. (Bandrowski 1991)

² El concepto de contabilidad creativa hace referencia a la posibilidad de interpretación a que dan lugar algunos conceptos o aspectos contables, haciendo que en consecuencia la contabilidad de la empresa se vea afectada por el criterio de quien la maneja.

De esta manera, fácilmente un resultado satisfactorio de utilidad contable podría estar destruyendo valor para los dueños de la empresa, al no producir la cantidad mínima esperada según la participación en la inversión de cada uno de ellos (Van Horne y Wachowicz 2002), de acuerdo a las condiciones de la actividad desarrollada, o al darse un rendimiento sobre la inversión realizada por debajo del generado por el interés del mercado, o lo que es lo mismo, considerar la utilidad alta en un periodo, como sinónimo de generación de riqueza para los accionistas, en comparación con otra cuya utilidad no lo es tan alta, es totalmente falso, como lo es el asimilar la generación de riqueza en una empresa a la generación de utilidad o las pérdidas contables a la destrucción de valor, (Fernández 1999), lo que puede darse porque en muchos casos por alcanzar un máximo de utilidad se pueden hacer sacrificios en aspectos críticos de las empresas generando más adelante un resultado contrario, al ser analizado desde el punto de vista de generación de valor. La contabilidad de causación no permite hacer este análisis de generación de valor, como si es posible por medio del flujo de efectivo. (Bandrowski 1991)

El tener la maximización de utilidades como objetivo básico financiero de las empresas con ánimo de lucro tiene una serie de inconvenientes que lo descalifican como objetivo, encontrándose entre otros los siguientes: Ignora los beneficios cualitativos asociados con los diversos cursos de acción, ignora el comportamiento dinámico no lineal de las organizaciones en la actualidad y promueve la toma de decisiones generadoras de resultados en el corto plazo, siendo nocivos para el largo plazo. (Jaramillo 2001)

Otra contradicción generada por la utilidad se materializa cuando animado por el afán de mostrar utilidades, quien dirige la empresa no atiende debidamente la liquidez, porque el exceso o falta de ésta no tiene incidencia sobre su resultado, por el contrario, en algunas ocasiones podrían darse más fácilmente una mayor utilidad haciendo sacrificios de liquidez, como en el caso de la realización de inversiones de capital, las cuales no se contabilizan dentro del resultado periódico de la empresa, porque la

inversión va a conformar el activo, llevándose sólo al gasto una mínima parte por concepto de depreciación.

Esto obedece a la diferencia existente entre la contabilidad de caja y la contabilidad de causación, “la contabilidad de causación reconoce la utilidad en el periodo obtenido, sin importar cuando se recibe el efectivo, y a su vez, contabiliza los costos cuando se incurren en ellos, sin importar si son pagados en efectivo o no. Es muy inusual la coincidencia del flujo de liquidez con la utilidad generada en un periodo” (Andrews 2002:58). De igual forma puede afectar el no tener un manejo de cartera adecuado o una buena selección de clientes, a quienes se les contabiliza la venta y en consecuencia la utilidad, sin tener la certeza de la recuperación de los recursos atrapados en esa cartera.

2.1.2 Obtención de rentabilidad. Para hacer referencia a la retribución generada por una inversión, se utiliza de forma generalizada el concepto de rentabilidad, incluso desde dos perspectivas diferentes, como son desde la contable y desde la generación de efectivo. Al abordar el concepto de rentabilidad desde el punto de vista de generación de efectivo se hace referencia al concepto de flujo de efectivo, el cual es tratado de forma independiente más adelante. Para este caso en particular es de interés el estudiarlo desde la perspectiva contable, así, al analizar la rentabilidad desde el punto de vista de la evolución del objetivo básico financiero de las empresas, puede decirse, que una vez superada la etapa de la búsqueda de utilidad, cuando se logra cierta estabilidad en la generación de excedentes de los ingresos frente a los costos y gastos periódicos, se comienza a pensar en alcanzar un peldaño superior en la organización, como es el logro de rentabilidad.

La rentabilidad es un criterio de evaluación que relaciona la utilidad contable generada por una empresa o proyecto, con una base de comparación que puede ser diferente, de acuerdo al interés del evaluador. La rentabilidad como objetivo básico financiero, permite relacionar la utilidad generada por la inversión, en un periodo de tiempo determinado, frente a la cuantía de la inversión realizada, comparándola posteriormente

con una tasa de interés, llamada comúnmente interés de oportunidad del mercado o del inversionista.

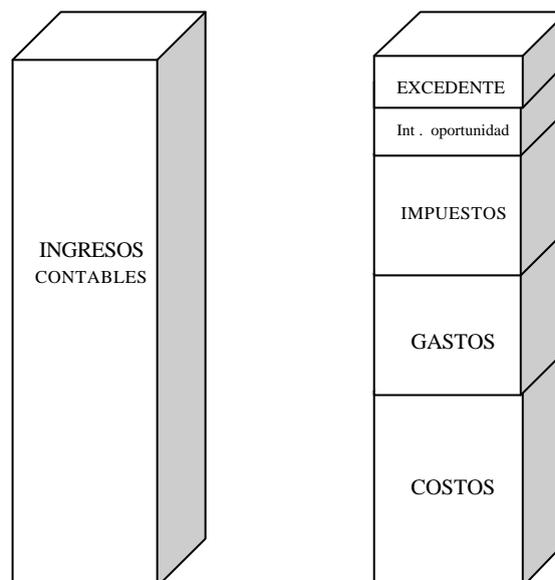
A pesar de ser un parámetro frecuentemente utilizado en el mundo, no es un indicador acertado de medición de cumplimiento del objetivo básico financiero, por basarse en la utilidad contable y ésta por lo general se aparta considerablemente de los flujos de caja del proyecto (Grinblatt y Titman 2003). “La rentabilidad contable es la relación entre los beneficios operativos tras el pago de impuestos y el valor contable neto (depreciado) de los activos. Actualmente se rechaza la rentabilidad contable como criterio de inversión de capital” (Brealey y Miers 2003:223).

Como lo dice García (2003), el concepto de rentabilidad desde el punto de vista del inversionista, no es más que conseguir una utilidad mínima esperada, la cual toma como referente un valor calculado tomando como base el capital invertido por éste en la empresa y la rentabilidad mínima esperada o capaz de obtener por colocar sus recursos en otros proyectos distintos a la empresa, por lo tanto, en esta etapa ya hay una mayor exigencia, por no ser suficiente la generación de utilidad, sino por la necesidad de satisfacer una utilidad mínima.

El concepto de rentabilidad a pesar de superar el de utilidad, también presenta deficiencias como objetivo básico financiero al considerarse desde el punto de vista contable como el mínimo de utilidad a obtener por el inversionista, sin tenerse en cuenta el riesgo generado por la inversión en el proyecto empresa comparado con los demás posibles proyectos del inversionista. De esta manera, solamente se considera el valor de la utilidad a conseguir de forma lineal, sin valorar los niveles de riesgo inmersos en la inversión en las distintas alternativas, dejando de lado un concepto fundamental en el manejo actual de las finanzas: el incremento de la rentabilidad de una inversión bajo condiciones normales, es directamente proporcional al incremento del nivel de riesgo. (Grinblatt y Titman 2003)

El referente tomado por la rentabilidad para establecer si se satisface o no al propietario de la empresa, es la comparación de la de la tasa de rentabilidad generada por la inversión, frente al interés de oportunidad del inversionista (ver figura 4) o el promedio ponderado de los intereses de oportunidad de los distintos inversionistas, cuando son varios con alternativas distintas de inversión y de generación de rendimientos. Pero precisamente bajo este parámetro se puede destruir valor, porque no es suficiente el criterio del interés de oportunidad del inversionista, sin considerar el nivel de riesgo asumido en la empresa como proyecto, haciendo según Vera (2000 a:71) “que una empresa pueda ser rentable, pero los recursos pueden estar siendo utilizados de manera ineficiente provocando su destrucción, así, el valor invertido inicialmente en el negocio no se está recuperando, todo lo contrario, se está destruyendo”.

Figura 4. Desagregación de los ingresos contables desde la perspectiva de la rentabilidad, hasta llegar a la generación de excedente.



Fuente: Elaboración propia.

Además del anterior, existen otras formas de interpretar o de utilizar el concepto de rentabilidad, como puede ser el de indicador de resultado de la operación en un periodo determinado, el cual muestra el nivel de aprovechamiento de los activos dispuestos dentro de la actividad de la empresa, comparando la utilidad generada con el valor de los activos al inicio del periodo de análisis, este indicador llamado rentabilidad del activo muestra el atractivo de la empresa como tal, independientemente de cómo esté financiada (García 2003), (Farre 2003), pero se aleja del su propósito fundamental, como es el de mostrar si realmente la empresa produjo la satisfacción suficiente a quienes arriesgaron su capital invirtiendo en ella, es decir, como un indicador ex post de control de desempeño pasado.

El concepto de rentabilidad también es ampliamente usado en el campo financiero al compararlo con el nivel de liquidez generado por la empresa, mostrando cómo al tratar de alcanzar mayor rentabilidad se sacrifica liquidez, y a su vez la búsqueda de liquidez hace perder rentabilidad. Como lo dicen Van Horne y Wachowicz (2002), las empresas fácilmente pueden aumentar su volumen de utilidad o su nivel de rentabilidad por medio del sacrificio de liquidez, tal es el caso de las que amplían sus políticas de ventas, aumentando el número de días de rotación de cartera, por medio de la concesión de más plazo de pago a sus actuales clientes u otorgando crédito a nuevos clientes, o bien, dejando de otorgar descuentos por pronto pago; permitiendo así un incremento de los ingresos, al hacer más atractivas las condiciones comerciales para sus clientes.

Este incremento de ingresos se reflejará inmediatamente en la contabilidad como una mayor utilidad y rentabilidad producida por la empresa, pero a la luz de la realidad, éste es el resultado de un sacrificio, el cual bajo la linealidad del sistema contable tradicional no alcanza a ser percibido, como es el incremento del riesgo, al incurrir en la probabilidad de no pago por parte de los clientes a quienes se les está brindando condiciones especiales de crédito. Sin embargo, este sacrificio se verá reflejado inmediatamente en el flujo de efectivo, porque los ingresos serán percibidos en periodos más lejanos a la fecha de la evaluación, incidiendo negativamente sobre el nivel de liquidez de la empresa.

La búsqueda del equilibrio entre liquidez y rentabilidad tiene una absoluta relación entre corto y largo plazo, la liquidez garantiza la operatividad en el corto plazo, mientras la rentabilidad le brinda tranquilidad a largo plazo, obligando siempre a la búsqueda de un punto intermedio, de tal forma que se garantice la liquidez suficiente para mantener la operación de la empresa, así como el nivel de rentabilidad para ofrecer unas condiciones futuras de viabilidad. (Gallagher y Andrew 2001)

La simplicidad utilizada en el concepto de rentabilidad, produce dudas en su validez como indicador de cumplimiento del objetivo básico financiero, al dejar de lado el concepto de riesgo y otras importantes variables con ingerencia sobre la obtención en los resultados de la empresa; sobre el caso particular del riesgo, no se atiende la exigencia del inversionista de una mayor rentabilidad frente al incremento del nivel de riesgo de cada inversión o proyecto (Gallagher y Andrew 2001), incurriendo así en el error de aceptar como satisfactorio un resultado medido con los parámetros de utilidad o rentabilidad, con el aumento desmesurado de la aleatoriedad de sus posibles resultados, desconociendo las posibilidades del mercado que si consideran el rendimiento de acuerdo al riesgo de cada inversión, provocando la obtención de una retribución inferior a la requerida por la inversión, al no contemplar la prima por riesgo. (Amat 1999)

Los conceptos de utilidad y rentabilidad al ser utilizados como indicadores de consecución del objetivo básico financiero, establecen como fuente de información para medir el resultado obtenido los estados financieros tradicionales, los cuales son basados en la contabilidad de causación en un periodo de tiempo determinado. La confiabilidad de estos estados financieros, así como la validez de los resultados presentados serán motivo de análisis posterior, cuando se aborde el tema de la generación de valor, por radicar aquí en gran medida la necesidad de evolución del objetivo básico financiero actual, al apartarse en cierto grado de los resultados arrojados por el sistema contable de causación, buscando unos resultados que reflejen de mejor manera la realidad presente y futura de la organización.

2.1.3 Generación de valor. Permanentemente se están generando nuevas estrategias organizacionales, provocando en las empresas con el transcurrir del tiempo, la adopción de distintos objetivos dentro de cada una de sus áreas, incluso algunos de ellos contradictorios entre sí y en algunos casos antepuestos al propósito general de la empresa, por lo general, implementados de acuerdo a la moda del momento (Vera 2000b). Tal es el caso de una empresa con estrategia de calidad en el área productiva, el área de mercadeo puede utilizar la competitividad en precios y el área administrativa puede adoptar el sistema de outsourcing. Cada una de estas áreas podrían estar muy bien orientadas hacia el logro de sus propios objetivos, sin embargo las estrategias pueden ser contradictorias entre si y en algunos casos excluyentes en el logro de los mejores resultados para la Organización.

La oportunidad de orientar todos esos esfuerzos individuales hacia uno sólo, en búsqueda de resultados sobresalientes, está en la adopción de una filosofía de trabajo basada en la gerencia del valor, entendido el valor desde el punto de vista financiero, como la exigencia de recibir beneficios futuros posibles, bajo ciertas condiciones, es decir, la capacidad para aprovechar al máximo los recursos con que cuenta la empresa después de su operación, donde todas las actividades tanto individuales como corporativas se orienten hacia los aspectos generadores en la organización, lo cual se manifiesta en la creación de valor consistentemente para los propietarios de la empresa. (Alexander et. al. 2003)

Cuando se habla de aspectos generadores de valor implícitamente se hace referencia a la existencia de elementos al interior de la organización no generadores o con poca agregación; pues bien existen elementos tanto de generación como de destrucción de valor y de igual forma existen elementos poco aportantes o no generadores de éste.

Para enfocarse en la Generación de valor, se debe comenzar por considerar su maximización como el principal objetivo financiero para la empresa y utilizar medidas de actuación financieras y no financieras como soporte de esta meta, además de tener

muy claro el planteamiento de Weston y Copeland (1995) en este sentido: la maximización del valor requiere de una perspectiva más amplia que la maximización de las utilidades, las diferencias fundamentales radican en la consideración del valor del dinero en el tiempo, el grado de riesgo en el flujo de ingresos y la calidad y frecuencia de esos flujos de ingresos en el futuro por parte de la primera, mientras la maximización de utilidades no lo hace.

Las medidas de actuación deben ser una parte integral tanto de los procesos administrativos como de las decisiones para mejorar las operaciones o hacer nuevas inversiones. Deben hacer más que reflejar los resultados financieros, los cuales sólo captan los eventos después de su ocurrencia. El gran reto de las empresas es asegurarse de la relación de las decisiones tomadas con la creación del valor requerido para el accionista; las actuaciones de la empresa encaminadas a obtener una diferencia positiva entre la rentabilidad del activo y el costo de los capitales propios y ajenos utilizados, estarán contribuyendo a generar riqueza y por lo tanto a crear valor para el accionista.

Ha contribuido a la evolución del objetivo básico financiero, el que con el paso del tiempo el interés por recibir una retribución recurrente de la empresa por parte del inversionista sea cada vez menor, al considerarse la inversión como un proyecto a largo plazo, antes de ser una fuente de renta periódica. Lo que se ha logrado a consecuencia del mayor valor retribuido a los inversionistas por su dinero colocado en la empresa, convirtiendo ésta en una inversión atractiva al compararse con las demás alternativas del mercado, motivando por ello la reinversión de los excedentes en la misma empresa.

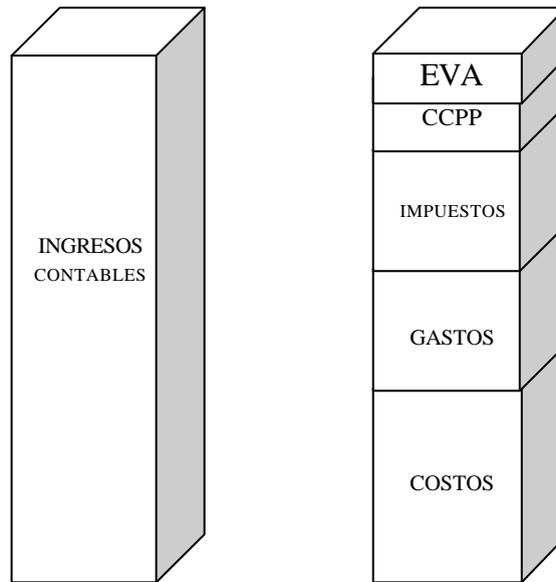
De esta forma al permanecer en la empresa el rendimiento generado a manera de nueva inversión, comienza a visualizarse otro indicador como objetivo básico financiero a alcanzar, como es la generación de valor, éste indicador a diferencia de los anteriores, tiene la posibilidad de ser acumulativo en el tiempo, o de combinar el resultado periódico con el acumulativo. Sin embargo, es tomado desde dos puntos de vista diferentes, como son: el valor económico agregado y la generación de flujos de efectivo.

2.1.3.1 Valor Económico Agregado. Más allá de las anteriores etapas, en un plano de mayor complejidad, se encuentra el siguiente paso en la evolución del propósito básico financiero, como es la obtención de valor económico agregado, definido como “el beneficio antes de intereses menos el valor contable de la empresa multiplicado por el coste promedio de los recursos” (Stern Stewart & Co. citado por Fernández 1999:212), o bien, como lo define García (2003), la utilidad producida por la empresa después de considerar todos los costos financieros, incluido el costo del dinero de la inversión de los propietarios en ella.

El valor económico agregado es un concepto no de reciente uso, ya que hace varias décadas se hablaba de la gerencia basada en valor, cuando con el llamado valor residual se trataba de medir el rendimiento de las empresas (Wise 2002); o incluso desde el siglo dieciocho los economistas ya hablaban de la necesidad de producir el costo del dinero como parámetro para el aumento de valor en la empresa (Hamilton y Marshall, citados por Vélez 2000 a) sin embargo, el concepto del valor económico agregado tiene un reciente relanzamiento, haciendo cada vez un mayor aumento de su uso, a medida en que las empresas encuentran en él una excelente base para la planificación y el seguimiento de su funcionamiento. En conclusión, el valor económico agregado es una metodología con un principio fundamental, como es la consideración del costo de oportunidad del capital aportado por los accionistas, el cual debe ser considerado al momento de cuantificar los resultados arrojados por la empresa (Vera 2000a), pero considerando una serie de variables no tenidas en cuenta por la rentabilidad como objetivo básico financiero, entre ellas, el riesgo en sus distintas dimensiones (ver figura 5).

El concepto del valor económico agregado es manejado en distintas zonas del planeta, con otros nombres, como son valor actual generado, valor económico añadido, valor económico generado y valor económico creado, todos ellos con sus mismos fundamentos y el mismo propósito. Pero en todos los casos hace referencia a un ingreso residual, el cual queda disponible después de descontar el costo del capital, independientemente de su procedencia.

Figura 5. Desagregación de los ingresos contables desde la perspectiva del Valor Económico Agregado hasta llegar a la generación de EVA.



Fuente: Elaboración propia.

La aplicación de la metodología del valor económico agregado implica una crítica a las estimaciones contables convencionales de los resultados financieros de una empresa, sin embargo, dice Vera (2000 a), toma como base estos mismos estados financieros. La gran diferencia radica en buscar además de utilidad y la generación de una rentabilidad mínima esperada por los dueños de la inversión, un aspecto fundamental en cualquier análisis financiero actual, como es la valoración del riesgo, es decir, como lo expresa Berry (2003), se debe atender un valor mínimo de utilidad a quienes colocaron su dinero en la empresa, pero ese valor mínimo se calcula teniendo en cuenta el concepto de costo de capital, el cual involucra el pago de rendimientos a los dueños de la inversión desde dos puntos de vista, los acreedores y los accionistas, asumiendo la necesidad de responder a los primeros, antes que a los dueños de la empresa.

Dice Mascareñas (1999) al respecto: en razón al establecimiento de una tasa de rendimiento fija con los acreedores, se les garantiza la devolución de su inversión, independientemente del resultado generado, convirtiéndose este compromiso en un riesgo financiero para los dueños de la empresa, el cual será más elevado entre mayor sea el nivel de endeudamiento.

La condición de prioridad de los acreedores para recibir sus rendimientos hace disminuir su nivel de riesgo, porque se está garantizando un pago periódico, así los resultados de la empresa sean buenos o malos; mientras los inversionistas serán los últimos en atenderse en cuanto a la generación de rendimientos. De esta manera los dueños obtendrán retribución a su inversión únicamente si los resultados son tan buenos que después de cubrir los costos y gastos variables y fijos de operación, de atender los rendimientos de los acreedores, de cubrir los costos y gastos no operativos y de atender las obligaciones de carácter tributario, quedan excedentes para cubrir el rendimiento de la inversión realizada.

Esta posición de los inversionistas como dueños, al ser los últimos en la cadena de beneficiarios atendidos por la empresa, genera la existencia de un nivel de riesgo superior frente a la otra categoría participante en la empresa bajo la figura de acreedores. Situación que obliga a valorar ese nivel de riesgo y a exigir una rentabilidad superior a la de los acreedores, quienes tienen una mayor garantía sobre su rentabilidad periódica y su inversión.

Es decir, cuando por medio de la evolución del propósito básico financiero se llega al valor económico agregado, se llega a un nivel de exigencia superior en comparación a las dos primeras etapas, por contemplar el nivel de riesgo de los inversionistas para el cálculo del costo del capital, el cual viene a ser un interés de oportunidad, pero considerando la variable riesgo como aspecto fundamental a la hora de exigir rentabilidad. Por lo tanto, “a diferencia de la utilidad mostrada por el sistema contable, que recoge solamente el costo de los intereses financieros correspondientes a los

intereses ajenos, el valor económico agregado refleja tanto el costo de la deuda como el costo de los capitales propios” (Grinblatt y Titman 2003:254), convirtiéndose en un indicador más real del objetivo básico financiero.

Ya no se trata de una comparación absolutamente lineal del inversionista frente a las distintas posibilidades del mercado, sino de valorar el riesgo incorporado en cada una de ellas, además, con otro ingrediente adicional, como es que al calcular el costo de capital para una inversión, no se está analizando desde la perspectiva de una persona en particular, sino a una estandarización del nivel de riesgo y de rentabilidad para la empresa o la inversión como tal, independientemente de quién sea el dueño del proyecto.

A pesar de ser el mismo inversionista quien realiza la evaluación de sus posibilidades en el mercado, es la inversión y sus características la determinante de la rentabilidad a producir, a diferencia de la etapa anterior cuando se buscaba rentabilidad, la cual obligaba a la empresa a conocer el interés de oportunidad de cada inversionista para darle una respuesta satisfactoria, por lo que la empresa podría tener inversionistas con exigencias de rentabilidad distintas, mientras en la etapa de generación de valor económico agregado, la inversión siempre tendrá un nivel de rentabilidad estandarizado a retribuir y a su vez servirá como parámetro de inversión de la empresa, al obligar a los directivos a invertir en proyectos con promesa de devolver como mínimo el costo del capital (Tully 1999), de acuerdo a los factores considerados en su cálculo, típicamente basados en los índices de retorno requeridos, reflejando el riesgo, tanto del negocio como de la industria. (Braff 2003)

Cada una de estas etapas de la evolución del propósito básico financiero tiene una clara diferencia frente a las demás, permitiendo ver el grado de avance de la empresa al analizarla como un proyecto de inversión con exigencia de distintos niveles de rendimiento (Vocino 2002). Sin embargo, estas primeras etapas tienen algo en común, como es la forma de medición y de la obtención de resultados, basándose en todos los casos para su cálculo en la contabilidad de causación, es decir, las cifras utilizadas para

determinar los indicadores de utilidad, rentabilidad y valor económico agregado provienen de los estados financieros tradicionales de la empresa, generando cierto nivel de incertidumbre gracias a la flexibilidad permitida por las normas contables existentes, o incluso la posibilidad de transgredirlas, como ha ocurrido con los recientes escándalos de Enron, Worlcom, Tyco, Xerox y otras en todo el mundo (Niño 2003), o sin ir tan al extremo, utilizando indicadores de rentabilidad que no dan buena cuenta de la realidad de la empresa, como la Rentabilidad sobre el patrimonio, la Utilidad Operativa, la Utilidad Neta, indicadores que adolecen de varios inconvenientes, ocasionados por la influencia de las prácticas contables y el hecho de estar contaminados por la estructura de capital de cada empresa motivo de análisis (Dumrauf 2003), dejando a un lado la generación de ingresos y egresos en efectivo y basándose exclusivamente en los resultados arrojados por los asientos contables y los estados financieros periódicos.

El Valor económico agregado a pesar de los ajustes que hace a la contabilidad de causación, (Katzeff 2002), buscando depurar la información para mostrar unos resultados más cercanos a la realidad, no alcanza a subsanar los problemas de la contabilización de los resultados dejando a un lado el flujo de efectivo de la empresa, entre los principales ajustes necesarios de realizar están los gastos de investigación y desarrollo, inversiones estratégicas, contabilización de adquisiciones, reconocimiento de gastos, depreciación, gastos de reestructuración, impuestos.

En realidad todos estos ajustes se hacen para que el valor económico agregado se parezca lo más posible al flujo de caja libre proyectado de la empresa, sin embargo, para que los dos criterios coincidan se requiere hacer muchos y complicados ajustes. La pregunta a hacerse es ¿si el EVA pretende producir los mismos resultados del valor presente neto, por qué no seguir trabajando con el valor presente neto en lugar de complicarse con el cálculo del EVA?. (Vélez 2000 b:22)

Es por motivos como este como en los Estados Unidos, bs países europeos y en el mundo en general, existe un movimiento que se aleja de la contabilidad analítica histórica tradicional a un acercamiento basado en valor (Coleman 2003), produciendo

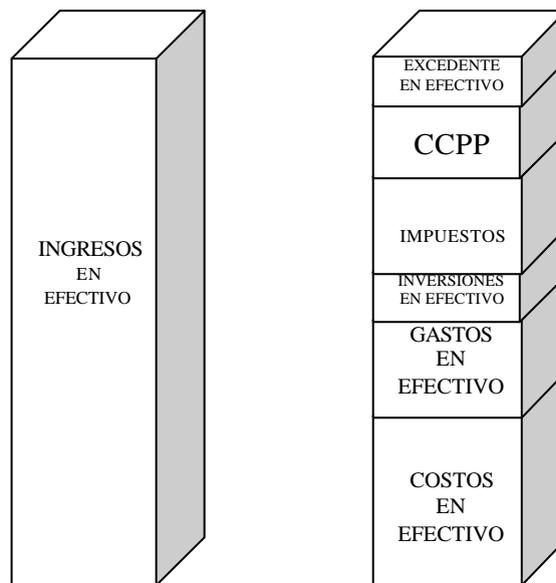
pérdida de importancia del valor económico agregado, al considerarse el tema de generación de valor.

Además de lo anterior, se presenta otro gran inconveniente al utilizar el EVA como objetivo básico financiero, citando nuevamente a (Vélez 2004:336): “Un EVA positivo o inclusive creciente no significa un buen desempeño o creación de valor”, lo que obedece a la diferencia que la contabilidad de causación puede generar respecto a la generación de flujo de efectivo de la empresa, el cual establece realmente la creación o no de valor. Sin embargo, los defensores del EVA toman el resultado obtenido, arrojado por la contabilidad histórica, después de hacer los ajustes considerados necesarios para su asimilación al flujo de caja libre.

Vera (2000 a:76): plantea igualmente como “para algunos expertos, el EVA no es más que una medida contable modificada, que mantiene las limitaciones de la contabilidad tradicional, y que concentra su análisis en la generación de utilidades o beneficios”. Obligando a mirar hacia otras perspectivas de medición y de generación de valor, entre las que sobresale la generación de flujo de efectivo.

2.1.3.2 Generación de Valor Basado en Flujo de Efectivo. Por lo anterior, a pesar de ser la generación de valor una de las premisas del valor económico agregado, se ha evolucionado hacia un nivel superior y último, dentro de las etapas del objetivo básico financiero de las empresas, donde se encuentra la generación de valor basado en la generación de efectivo, (ver figura 6) el objetivo financiero en esta etapa consiste en la generación de valor para la empresa, orientando todas las actividades hacia este propósito. Esta fase se diferencia de la anterior, en analizarse únicamente desde el punto de vista de la generación de efectivo, es decir, dejando a un lado la contabilidad de causación utilizada por las primeras tres etapas, las cuales se enfocaban en la utilidad y la búsqueda de rentabilidad.

Figura 6. Desagregación de los ingresos contables desde la perspectiva del Valor Económico Agregado hasta llegar a la generación de EVA.



Fuente: Elaboración propia.

Esta evolución se da en razón a la base utilizada por el valor económico agregado, como es la contabilidad de causación y en consecuencia generación de utilidades, mientras el valor generado por el efectivo se basa en el flujo de caja, como lo dice Knight (2002) haciendo referencia a la importancia de la generación de efectivo, antes que a la rentabilidad: el nivel de rentabilidad no tiene nada que ver con la creación de valor, las compañías muy lucrativas no tienen ninguna ventaja sobre las que no son tan rentables, entendida la rentabilidad como el resultado contable arrojado por la diferencia entre los ingresos y los egresos de la operación de la empresa en un periodo determinado, comparado con una base mínima a satisfacer.

El motivo por el cual se considera el flujo de caja de la empresa como un medidor más real cuando se trata de generación de valor, obedece a que utiliza elementos de la misma

valoración de la empresa en el mercado. Fernández (1999:41) define el flujo de caja como “el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento, después de impuestos. Es el dinero disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo la no existencia de deuda y, por lo tanto, la ausencia de cargas financieras”.

Este se obtiene mediante la proyección de los flujos de efectivo futuros dentro del periodo relevante de vida productiva de la empresa, establecido dependiendo de la actividad desarrollada, sin embargo, en la mayoría de los casos se considera entre cinco y diez años y un periodo posterior a éste, llamado periodo de perpetuidad o de continuidad (Weaber y Michelson 2003). Para llevar a cabo esta valoración, el evaluador necesitará invertir una cantidad de tiempo significativa para recolectar una amplia gama de datos de la compañía, además, los directivos deberán ser entrevistados para cotejar la información suministrada con el plan de negocios, buscando coherencia entre el pensamiento de quienes dirigen la empresa y las proyecciones financieras y de mercado plasmadas en el plan. (Voigt 2003)

Para el cálculo del flujo de efectivo se pueden utilizar los estados de flujo de efectivo históricos, declaraciones tributarias, hacer algunos ajustes propios, agregar un poco de conocimiento del negocio y pronósticos económicos y así proyectar los flujos de efectivo futuros (Harrison 2003). Todo esto, porque se trata de un estimativo del efectivo neto proyectado de la empresa en el futuro, tomando como base los resultados de los años anteriores. Para obtener el valor de la empresa se traen a valor presente estos flujos de liquidez futuros, tanto los del periodo relevante como los del periodo de perpetuidad, descontados a la tasa del costo de capital, la cual incluye una tasa de riesgo, obteniendo así un valor aproximado de la empresa en el mercado, independientemente de su nivel de activos o el valor de éstos, como anteriormente se valoraba. (Copeland y Keenan 1998)

A pesar de tomarse para el cálculo de la generación de efectivo de cada periodo como base los estados financieros tradicionales, bajo este método se hacen los ajustes necesarios para llegar a tener en cuenta solo aquello que represente ingreso o salida de efectivo, comenzando por la actividad operativa, con sus ingresos y egresos de operación, no contabilizando las depreciaciones, impuestos diferidos y amortizaciones por no representar salida de efectivo, considerando las inversiones en capital de trabajo neto operativo y en inversión fija y no considerando los costos de carácter financiero, porque estos costos se tendrán en cuenta al momento del cálculo del costo de capital promedio ponderado. (Knight 2002)

En el proceso de valoración de una empresa bajo esta metodología el riesgo siempre está presente, por trabajarse con pronósticos de flujos de efectivo, los cuales muy probablemente variarán al momento de la ejecución, de acuerdo a como se presenten las condiciones futuras, por lo tanto, el cálculo del valor obtenido de una empresa es un valor probable³. (Weaber y Michelson 2003)

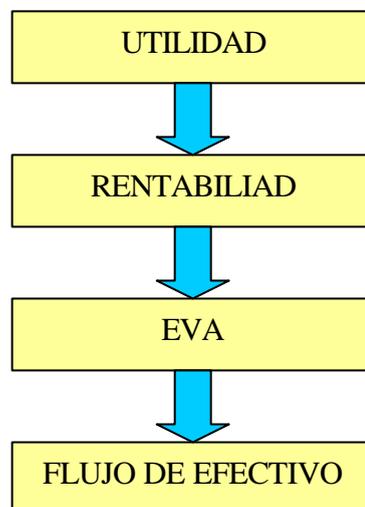
El objetivo básico financiero por lo tanto, ha pasado a ser éste en la actualidad y cobra con el paso del tiempo mayor importancia a medida en que en el mundo se desarrollan cada vez con mayor facilidad actividades de compra, venta, fusiones, adquisiciones, escisiones y demás transacciones de empresas, utilizando como referente su valoración (Kaplan 2000), la cual arroja un precio estimado por medio del flujo de caja libre descontado.

Como fácilmente se puede deducir, las etapas del objetivo básico financiero en las empresas no han sido etapas superadas por la humanidad, enmarcadas dentro de espacios históricos, por el contrario, son etapas evolutivas individuales de cada empresa, relacionadas más con el ciclo de vida de cada una de ellas, etapas que se van superando, a medida en que su evolución en el mercado se va dando. Es decir, en la actualidad existen empresas ubicadas en cada una de estas etapas, algunas tratando de

³ Denominado valor probable por Weaber, W. y Michelson, S. (2003), queriendo significar que el valor obtenido bajo la aplicación de un método de valoración no es absoluto, sino una aproximación.

sobrevivir a las condiciones adversas del medio, buscando conseguir al menos su punto de equilibrio entre ingresos y gastos contables, mientras al lado de ellas se pueden encontrar otras disfrutando de la etapa de generación de valor, donde su nivel de posicionamiento es alto, haciendo de su mayor preocupación la inversión de los recursos generados por la operación, en búsqueda de un mayor valor. Pero lo importante de esto es la claridad respecto a la existencia en la actualidad de un solo objetivo básico financiero, como es la generación de valor por el flujo de efectivo, los demás, como el punto de equilibrio, utilidad, rentabilidad y valor económico agregado pueden ser utilizados como referentes de medición respecto al nivel de avance del objetivo básico financiero (ver Figura 7).

Figura 7. Evolución del Objetivo Básico Financiero.



Fuente: Elaboración propia.

2.2 INSTRUMENTOS DE MEDICION DEL OBJETIVO BASICO FINANCIERO

Al abordar el tema del objetivo básico financiero, de forma implícita se hace referencia a la necesidad de medición del grado de cumplimiento por medio de indicadores, medición que debe aplicarse de forma periódica para conocer cual ha sido el nivel de logro y evolución; según sea el objetivo financiero de la organización, utilidad, rentabilidad o generación de valor, existen distintas formas de obtener esa medición. La contabilidad de causación, es la principal fuente de información para alimentar los instrumentos de medición.

Sin embargo, el objetivo básico financiero para muchas organizaciones al basarse en la generación de valor, utilizando como parámetro la generación de efectivo, se aparta de la contabilidad de causación, haciendo necesario considerar al flujo de caja libre o cualquier método o procedimiento con un propósito similar, como fuente de información alimentadora de los indicadores no soportados en la contabilidad tradicional. De esta manera, tanto la contabilidad de causación como la contabilidad de caja se convierten en el soporte para el suministro de información, al ser utilizadas como instrumentos de medición con el fin de conocer el nivel de cumplimiento del objetivo básico financiero.

2.2.1 Contabilidad de Causación. Tradicionalmente se ha utilizado el sistema contable como la principal y en muchos casos la única fuente de información de resultados de las empresas con ánimo de lucro, independientemente de cual sea el objetivo a conseguir, o su grado de evolución en el campo financiero, sin embargo, es necesario considerar la serie de imprecisiones presentada por la contabilidad tradicional, haciendo que la información arrojada en muchas ocasiones se presente distorsionada respecto a la realidad de la empresa, en algunos casos como resultado de las variaciones respecto a la normatividad aplicable en cada país, en otros, por la posibilidad de flexibilización de algunos conceptos y en la mayoría de los casos, porque

la contabilidad es cada vez más regulada con un sentido fiscal y tributario, antes que con un sentido de medición de gestión.

La contabilidad se define como “el arte de recoger, resumir, analizar e interpretar datos financieros, para obtener así las informaciones necesarias relacionadas con las operaciones de una empresa” (Hárgadon y Múnera 1984:9). En esta definición de forma implícita se habla de hechos históricos, es decir, la contabilidad recoge, resume, analiza e interpreta los datos correspondientes a un periodo de tiempo pasado, algo ya ejecutado, que no puede ser cambiado bajo ninguna circunstancia. Es necesario, ante la importancia de este valioso instrumento de obtención de información, conocer algunos de sus principios, para dar una idea de la forma como puede hacer su contribución a las organizaciones.

La contabilidad se soporta en los llamados principios contables generalmente aceptados⁴; el conocimiento de éstos ayuda a tener un acercamiento sobre su capacidad de suministrar la información suficiente tendiente a establecer el cumplimiento o no del objetivo financiero. Entre los más importantes principios se encuentran el principio de costo, el de causación y el de causalidad, sin embargo, también se debe considerar además de los principios, la flexibilidad que permite, como lo manifiesta Moyer, McGuigan y Kretlow (2000:18): “los principios de contabilidad generalmente aceptados proporcionan a las empresas una gran libertad para preparar los estados financieros utilizados para medir su desempeño; algunas empresas aprovechan esa amplitud y eligen métodos de información financiera que no lo reflejan con precisión”.

El principio de costo hace referencia a que las transacciones financieras deben registrarse por el costo incurrido en ellas, o por el valor de mercado si éste llegare a ser inferior al costo de adquisición con el transcurso del tiempo. De esta manera si se adquirió un bien por debajo del valor del mercado, éste no podrá registrarse por el valor del mercado, sino por el valor de adquisición, en razón a que mientras el bien

⁴ Los principios de contabilidad generalmente aceptados indican los lineamientos contables que las empresas deben seguir para preparar los estados financieros. Estos principios permiten a las empresas el uso de una considerable amplitud de criterios en el manejo de la información.

permanezca como propiedad de la empresa no se habrá generado un mayor valor, pero por el contrario, si un bien después de adquirido pierde valor en el mercado, éste deberá ajustarse a la realidad, debiéndose disminuir el valor del bien adquirido.

El principio de causación, es quizá el más importante para efectos de esta investigación, al ser un concepto clave cuando se analiza el efecto del crecimiento sobre el valor de las organizaciones. Este principio hace referencia a la obligación de registrar contablemente los ingresos y los gastos al momento en que se causan y no en el momento del pago, la causación ocurre cuando se adquiere o se otorga un derecho sobre algo, dejando a un lado el momento del pago. Igualmente, cuando se recibe un servicio, el periodo en que se recibe el servicio es cuando queda registrado el gasto, sin importar si ese gasto se pagó de contado o en qué momento se pagará si es a crédito.

El principio de causación, uno de los más importantes del sistema contable tradicional, ha hecho surgir otro concepto dentro del análisis financiero, como es el concepto de contabilidad de caja, el cual hace referencia, ya no al momento de la causación, sino al momento de hacerse el desembolso o el ingreso en efectivo. Puede decirse que el principio de causación es el generador de una diferencia entre lo mostrado por la empresa como resultado en los estados financieros y lo recibido realmente al flujo de efectivo, de esta manera, “el estado de flujo de efectivo no dice si la empresa ha generado utilidad, mientras que el estado de resultados no dice si la liquidez ha aumentado o disminuido de un periodo a otro”. (Andrews 2002:59)

El principio de causalidad hace referencia a la necesidad de existir relación perfecta entre los ingresos generados en un periodo contable y los gastos incurridos en la empresa para la generación de ese ingreso, este principio se basa en el principio de causación con el fin de hacer coincidir el ingreso generado a consecuencia del gasto incurrido.

2.2.2 Contabilidad de Caja. La contabilidad de caja o de flujo real de efectivo, no es utilizada de manera general, ésta se usa como complemento a la contabilidad de causación, solamente en aquellas empresas con un nivel superior de avance en relación al análisis financiero. Bandrowski (1991) plantea que esta contabilidad en muchas ocasiones se basa en los resultados obtenidos por medio de la contabilidad tradicional y se ajusta considerando aquellas partidas no generadoras de salida o ingreso de efectivo, las cuales han sido registradas contablemente por el principio de causación.

Igualmente los ingresos y gastos en efectivo realizados de forma anticipada, no contabilizados como tal en el estado de resultados, son presentados en la contabilidad de caja, estos conceptos por lo general son los anticipos hechos y recibidos, los cuales, a pesar de quedar registrados en el balance general, no generan movimiento alguno en el estado de resultados. A pesar de no ser utilizada la contabilidad de caja de forma general, para muchos especialistas en el área financiera, suministra de forma más real el resultado de la organización, así lo expresan Brealey y Miers (2003):

Mucha gente confunde flujo de caja con la utilidad contable. La contable comienza con ingresos y egresos de dinero, pero para obtener la utilidad contable ajustan estos datos de dos formas importantes. Primero, tratan de presentar el beneficio como ganado, aunque la empresa no haya recibido el dinero y el cliente no haya pagado todavía sus cuentas. Segundo, clasifican las salidas de caja en dos categorías: gastos corrientes y gastos de capital. Deducen los gastos corrientes al calcular la utilidad, pero no deducen los gastos de capital. En su lugar amortizan los gastos de capital a lo largo de cierto número de años y deducen de la utilidad la carga anual por amortización. Como resultado de estos procedimientos, los beneficios incluyen algunos flujos de caja y excluyen otros, y se reducen las cargas por amortización, que no son flujos de caja de ningún modo.

Es precisamente en el aspecto relacionado con la amortización de los gastos de capital a lo largo de cierto número de años, donde se presenta la gran diferencia del objetivo básico financiero basado en la contabilidad de causación, respecto al que utiliza la contabilidad de caja, porque por el contrario de la primera, la contabilidad de caja muestra de manera real en la proyección en el tiempo el desembolso realizado para la inversión.

La contabilidad de caja ha tomado gran importancia en la actualidad, al ser el instrumento de medición utilizado cuando se trata el tema de generación de valor, así lo expresa Vélez (2000 b) muchos piensan que el valor de la empresa se obtiene de los estados financieros, sin embargo, el valor nunca será encontrado en estados contables. El valor proviene de expectativas, las cuales se encuentran en los flujos de caja futuros, los que buscan proyectar la capacidad de generación de efectivo neto, trayéndolo a valor presente a una tasa de descuento, considerando la combinación de los conceptos de riesgo y rentabilidad.

2.2.3 Indicadores de Resultados. La medición y el análisis de la gestión financiera puede llevarse a cabo por medio de unos indicadores que permitan conocer de forma rápida cuales han sido los resultados obtenidos en la empresa en determinado periodo de análisis. Lográndose mediante el establecimiento de un sistema de medición de los aspectos claves del éxito, considerando claves aquellas variables cuyo resultado contribuye a alcanzar el objetivo o los objetivos previamente establecidos. Como se ha visto, el objetivo básico financiero puede ser distinto de una empresa a otra, dependiendo de su grado de evolución, pudiendo ser la maximización de la utilidad, conseguir rentabilidad o la generación de valor, considerado éste desde el punto de vista del valor económico agregado o desde el punto de vista de la generación de flujo de efectivo, de esta manera, los indicadores podrán ser diferentes, dependiendo del objetivo a alcanzar.

Vera (2000 a) expresa, que los indicadores basados en registros contables son los más usados en todo el mundo, dada su facilidad de análisis, además de la disponibilidad de los datos necesarios para su cálculo; de éstos, los indicadores más importantes son los relacionados con la rentabilidad y la operación del negocio. Los primeros por lo general presentan mayor interés para los analistas financieros, por brindar una información directa sobre el cumplimiento del objetivo básico financiero cuando éste consiste en la generación de la máxima utilidad o cuando su propósito es la obtención de una rentabilidad mínima esperada por los inversionistas.

Pero bien lo plantea Vera (2000b), más allá de todos estos indicadores basados en la contabilidad de causación, los cuales muestran endeudamiento, liquidez, rotación del activo, mayor o menor rentabilidad, y otra cantidad más de cifras importantes para la operación, la dirección de la empresa requiere información más concreta que cuantifique las mediciones más críticas del negocio, y sobre todo mida realmente el nivel de cumplimiento del objetivo básico financiero. Es por eso, como a medida de la evolución de los negocios, se llega a un entorno más complejo y competitivo, donde se requieren medidas más acertadas para evaluar las operaciones de la empresa, en consecuencia, dando surgimiento a los análisis de gestión empresarial basados en la creación de valor.

De esta manera, cuando el objetivo financiero es la maximización de utilidad o la obtención de rentabilidad, se tiene un indicador general dado por el estado de resultados, al presentar la utilidad generada por la empresa en un periodo de tiempo determinado. Pero cuando el objetivo se enfoca desde la generación de valor, aparecen nuevos indicadores para mostrar el resultado de la gestión en este sentido, tales como el valor económico agregado (EVA), el valor del flujo de efectivo agregado (CVA) o el valor de mercado agregado (MVA), todos dentro del marco de la gerencia basada en valor. Según Vera (2000 a) estos indicadores permiten en enlace entre las estrategias y la medición del desempeño financiero interno de la empresa con la visión que tiene el mercado bursátil de la misma.

Según García (2003:133) como indicador, “Puede definirse el EVA como la utilidad que una empresa produce después de considerar todos los costos financieros, incluido el costo del dinero que los propietarios mantienen invertido en ella”, y es precisamente como indicador, donde el EVA brinda el máximo aporte al análisis de gestión empresarial y no como objetivo básico financiero, en cuanto al CVA, expresa Vera (2000 a), se concentra en la determinación de los niveles de efectivo generados o demandados por las actividades de un negocio, y en base a esos resultados puede establecerse si hay o no creación de valor, la metodología utilizada para su cálculo se

basa en análisis de los flujos de efectivo descontados al costo del capital promedio ponderado.

El MVA 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. Según Vélez (2000 a) el MVA es el valor en exceso asignado por el mercado a la acción de una empresa, la metodología utilizada para su cálculo consiste en la suma de la diferencia entre el valor de mercado del patrimonio y su valor en libros, más la diferencia del valor de mercado de la deuda y su valor en libros, el MVA podría calcularse como el valor presente del EVA proyectado de la empresa. Este indicador permite medir cuál es la percepción externa de las decisiones y las estrategias adoptadas por el grupo directivo de la empresa.

Estos tres indicadores son algunos de los más conocidos y utilizados actualmente, cuando se trata de medir de una manera acertada el resultado de la gestión empresarial, su gran ventaja consiste en que en la mayoría de los casos satisface tanto la perspectiva interna como la externa y sobre todo, se ajustan a las exigencias de la movilidad de capitales y de inversión a la cual se encuentran sometidas las empresas como consecuencia de la globalización.

3. VALORACIÓN DE EMPRESAS

En el mercado financiero y en el mundo de los negocios es muy frecuente, en la actualidad, el deseo o la necesidad de conocer el valor de una empresa. No es fácil encontrar la respuesta cuando su valor está dado más por factores intangibles que por sus propios activos físicos. Entre los factores intangibles se destacan, entre otros, aspectos de personal, organizativos, tecnológicos y relacionales, factores susceptibles de ser capitalizados y en consecuencia dignos de ser valorados como parte de la empresa (Galindo 2001). Hace algunos años era sencillo establecer el valor de una empresa en el mercado, porque estaba representado, básicamente, por los bienes materiales que poseía, más las licencias, concesiones y patentes que había adquirido, valoradas a precios de mercado. Los estados financieros permitían obtener esta información, que se completaba con los indicadores financieros y económicos, con los cuales rápidamente se determinaba su valor en cualquier momento.

Hoy ya no es posible utilizar únicamente la información de los estados financieros para valorar la empresa. ¿Cuál es la razón? ¿Será que los procesos contables no se han actualizado de acuerdo a las necesidades y velocidad de los negocios? ¿O será tal vez la consecuencia de la incorporación de elementos nuevos a las empresas y negocios que hacen más difícil o imposible su contabilización?

La respuesta concreta a estos interrogantes es tan difícil de desarrollar, como lo es la comprensión de la complejidad y la no linealidad del mercado y de la gestión financiera, que, en la medida de su evolución, incorporan nuevos elementos de valor y van dejando a un lado los existentes. Así como evoluciona el mercado ha evolucionado la forma de valorar las empresas. Hasta hace algunos años, en el mercado de productos y servicios primaba la oferta, y desde la oferta se establecían las condiciones de negociación del producto. Es decir, el productor decidía el precio y las características del producto que colocaba en un mercado con gran potencial de demanda insatisfecha, y la demanda se

sometía a utilizar o consumir lo disponible porque, simplemente, el productor establecía lo que se podía consumir.

La valoración de una empresa era sencilla bajo estas condiciones de mercado, pues se tomaban como base los activos físicos —edificaciones, maquinaria, vehículos, equipos— y su capacidad productiva, porque, con el mercado asegurado, la generación de utilidad y de efectivo dependía exclusivamente de factores internos, principalmente de la eficiencia que se lograba con los activos de la empresa. Al evolucionar el mercado, igualmente, se transformó el concepto de valor en la empresa. El productor perdió su protagonismo y el consumidor comenzó a decidir el tipo de producto y sus características. Comienza a generarse un nuevo concepto de valor, determinado por factores adicionales a la posesión de activos tales como su posicionamiento en el mercado, la aceptación de sus productos por los clientes, la capacidad de generar efectivo, el conocimiento, la información y muchos otros elementos intangibles. El valor de sus activos queda como factor secundario en el momento de decidir el valor real de la empresa (Galindo 2001). Con la evolución de la economía y las finanzas se ha avanzado en la forma de medir el valor en las empresas. En la actualidad se considera como de mayor validez el método soportado en la expectativa de generación futura de flujos de efectivo, que se fundamenta en aspectos cualitativos que permiten determinar si las proyecciones presentan viabilidad o no (Vocino 2002).

Este método de valoración en la actualidad, según Vélez (2004), ofrece un buen acercamiento al valor de una empresa en el mercado en un periodo de tiempo determinado, aunque no es más que una medida aproximada, porque el verdadero valor lo establece la interacción entre la oferta y la demanda.

Este método y otros similares de valoración de empresas, caracterizados por la proyección de uno o varios posibles estados futuros de la empresa, consideran en forma implícita el concepto de riesgo cuando se realizan proyecciones. El riesgo se hace patente cuando se trabaja bajo supuestos, tanto internos como externos, de condiciones necesarias para que se den los resultados presupuestados, en una economía y en un

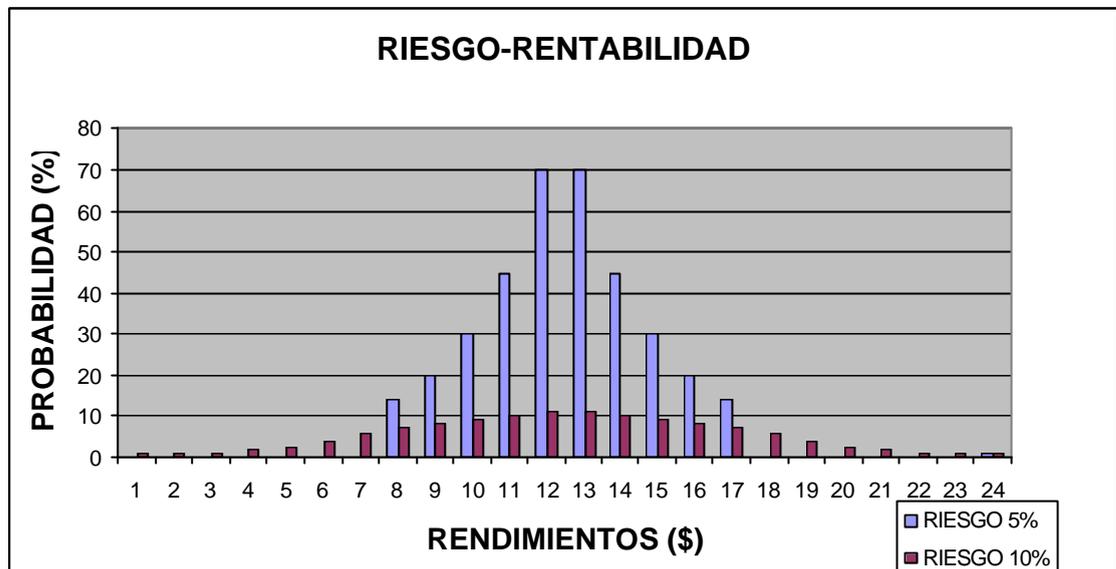
mercado cada vez más cambiante y más exigente. Es posible tener cierto grado de control sobre las variables internas de la organización, necesarias para obtener los resultados deseados pero los factores externos sobre los que no se tiene ese control generan un amplio horizonte de posibilidades de variación entre lo presupuestado frente a lo real.

3.1 RIESGO

A pesar del inmenso horizonte de posibles resultados que se presentan al hacer pronósticos, cuando se parte de una situación ya conocida, normalmente no se tiene incertidumbre total sobre el resultado futuro, porque ese horizonte constituye una aproximación para establecer un nivel de probabilidad de ocurrencia de un resultado o un rango de oscilación de ese resultado. De esta manera, Smith et. al. (2000) definen estadísticamente el riesgo como la variabilidad o dispersión de los rendimientos posibles que se pueden obtener en el futuro. Así, una función de probabilidad más plana, es decir, con un rango mayor de posibilidad de ocurrencia, indica un riesgo más alto, mientras una distribución más estrecha, con una mayor concentración de los posibles resultados, indica un riesgo más bajo (ver gráfico 1).

Desde la perspectiva financiera, según De La Fuente (2002), Cruz et. al. (2003) y Moyer, McGuigan y Kretlow (2000) el riesgo puede definirse como la pérdida potencial de los rendimientos futuros de un proyecto o de un activo, es decir, la posibilidad de que los rendimientos futuros reales se desvíen de los rendimientos esperados.

Gráfico 1. Comparación de distribuciones de probabilidad.



Fuente: Smith et.al. (2000: 41)

En el gráfico se presentan las distribuciones de los rendimientos de dos activos, con el mismo rendimiento promedio (12), y con riesgos de 5% y 10% respectivamente. El activo, con un riesgo del 10%, presenta un rango más amplio de valores posibles, es decir, se pueden presentar rendimientos mucho más altos y a su vez existe la posibilidad de una pérdida mucho mayor que el activo con un riesgo del 5%.

Mientras mayor sea la amplitud del rango de probabilidades de ocurrencia de un resultado, mayor será el riesgo de ocurrencia de éste y mientras más pequeño sea ese rango de probabilidad de ocurrencia, menor será el riesgo. Al considerar el riesgo en la evaluación de un proyecto, tomando como instrumento de medición el flujo de caja libre descontado, se debe considerar el riesgo como la probabilidad de variación de los flujos de caja reales respecto a los estimados: mientras más grande sea la posibilidad de variación, mayor será el riesgo asumido (Sapag y Sapag 1989).

En las empresas con ánimo de lucro existen siempre, como mínimo, dos tipos de riesgo, independiente de la actividad a la que se dedique o a las condiciones particulares de la empresa, como son el riesgo operativo y el riesgo financiero.

El efecto del apalancamiento operativo es un promotor del incremento de los ingresos en la empresa; aprovechar el efecto de la palanca incluso se vuelve una necesidad cuando es alto el nivel de costos fijos. Si no se quiere incurrir en el riesgo de pérdida ampliada de utilidad por la disminución de los ingresos a consecuencia del apalancamiento operativo, lo más conveniente es el crecimiento, siempre y cuando el objetivo básico financiero sea la generación de utilidad, la rentabilidad y en muchos casos el valor económico agregado. Sin embargo, al analizarse el apalancamiento operativo desde la perspectiva de la generación de flujo de caja, no necesariamente se produce un resultado positivo, porque el incremento de los ingresos y en consecuencia el apalancamiento operativo, no tienen relación directa con el flujo de efectivo.

En cuanto a la incidencia del apalancamiento financiero sobre los resultados de la empresa, independientemente del objetivo básico financiero perseguido, su efecto se manifiesta tanto en la contabilidad de causación como en la contabilidad de caja. Pero no se puede dejar de lado el hecho que al asumirse un mayor riesgo por medio del apalancamiento, bien sea operativo o financiero, mayor será la prima de riesgo exigida. Por lo tanto, dicen Block y Hirt (2001), es importante conseguir un nivel de retribución consecuente con el riesgo asumido al momento de tomar una decisión orientada hacia un mayor o menor nivel de apalancamiento y en consecuencia de riesgo.

Haciendo que cada uno de estos riesgos contribuya al momento de analizar el potencial para la generación de valor de una empresa, porque mientras mayor sea el rango de probabilidades para la ocurrencia de un resultado deseado, mayor será la prima exigida y en consecuencia, podrá tenerse un efecto negativo sobre el valor. Existe una relación directamente proporcional entre ambas porque al aumentar una se incrementa la otra y al disminuir una, la otra disminuye.

3.2 DEFINICIÓN DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

La valoración de empresas es una técnica utilizada para determinar el posible valor de un ente económico, sea este pequeño, mediano o una gran corporación, en una fecha determinada, basándose en algunos supuestos que, de una u otra forma, afectan su valor final. Son supuestos subjetivos que dependen de factores cualitativos y cuantitativos⁵, y cambian en la medida en que varíen las condiciones originales. El proceso de valoración de empresas busca la estimación de un valor objetivo⁶, en un momento determinado y bajo unas circunstancias propias, el cual será analizado por cada interesado, quien así tendrá una percepción subjetiva del valor de la empresa, de acuerdo con la situación en que se encuentre (Mascareñas 2000).

La valoración de empresas es un proceso que consta de varias etapas que se agotan para llevar a una conclusión: el establecimiento del valor objetivo. Estas etapas son: **(1)** Conocer la empresa y su cultura organizacional, **(2)** Conocimiento de los responsables y puestos directivos, **(3)** Conocer el negocio y su entorno, **(4)** Prever el futuro y **(5)** Llegar a una conclusión. Cada uno de estas etapas que componen el proceso de valoración de la empresa incorpora gran cantidad de elementos intangibles para la obtención de su resultado, entre ellos el capital intelectual, el poder del conocimiento (Lane 2003), las marcas de fábrica, los nombres de productos, así como otros activos intangibles que generan flujos de liquidez (Coleman 2003).

En la valoración de empresas se pueden utilizar diferentes modelos, según el evaluador y el propósito de la valoración. Los modelos que se aceptan como más idóneos son los que se basan en descuentos de flujos de efectivo. Con independencia del método que se use, en todo proceso de valoración se necesitan fuentes de información lo más objetivas posible acerca de la empresa, con el fin de poder comparar el valor estimado de la

⁵ Entre estos factores cualitativos y cuantitativos se encuentran las oportunidades del mercado, la situación política, la situación económica del país o región donde opere la empresa, entre otros de mayor o menor importancia tanto internos como externos a la organización, que tienen incidencia en los resultados finales.

⁶ Este valor es llamado valor objetivo porque se establece independientemente de los intereses que existan alrededor de la empresa.

empresa por cada evaluador, con un eventual precio de mercado, ya sea en mercados organizados o en la negociación privada (Adsera y Vinolas 2003).

3.3 RAZONES PARA VALORAR UNA EMPRESA

Existen diversas razones para llevar a cabo la valoración de una empresa: según los distintos intereses de acuerdo con la participación o relación que se tenga con ella — propietario, empleado, directivo, el gobierno, proveedores, clientes, competencia, entidades financieras o posibles compradores— con una óptica totalmente distinta unos de los otros. Sin embargo, como lo plantea García (2003), independientemente del interés particular, actualmente cuatro factores han contribuido a lograr una mayor preocupación por la valoración de empresas: el flujo mundial de capitales, el reto que implica la apertura económica, las privatizaciones y la necesidad de mejores medidas de evaluación del desempeño.

3.4 METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Existe gran número de métodos de valoración de empresas, aplicables de acuerdo a las circunstancias y necesidades particulares del evaluador o de la empresa. Estos métodos se pueden clasificar en dos grandes grupos a saber: métodos para la valoración de empresas en funcionamiento y métodos para la valoración de empresas en liquidación. Las empresas en funcionamiento tienden a incrementar su valor en el mercado dependiendo en gran medida de aspectos cualitativos que contribuyen a la generación de riqueza, es decir, a la capacidad de generar valor en el futuro, capacidad medida a valor presente, al momento de hacer la valoración.

Para el caso de las empresas en liquidación, predomina el valor de los activos tangibles de su propiedad, porque los aspectos cualitativos relacionados con el posicionamiento de marca, aceptación del producto, porción del mercado, entre otros, tienen un valor

muy bajo, porque, en muchas ocasiones, cuando la empresa está fuera de operación, comienza a perder la fidelidad de los clientes por la escasez o ausencia del producto en el mercado; en muchos casos, también, la situación que llevó a la empresa a su liquidación conlleva una disminución de los beneficios para el cliente por la escasez de recursos.

La valoración de las empresas en liquidación trae implícita la pérdida de valor en comparación con las empresas en funcionamiento. Pueden presentarse situaciones donde, para una empresa en funcionamiento, sea más conveniente el cierre para su liquidación, que permanecer operando tratando de mantener los aspectos cualitativos generadores de una mejor valoración, porque esos aspectos cualitativos pueden afectar de forma negativa el valor de la empresa.

Vélez (2004) presenta otra clasificación que agrupa en métodos contables y métodos de rentabilidad. Esta clasificación tiene relación con la clasificación anterior de metodologías de empresas en liquidación y de empresas en funcionamiento, pues se pueden equiparar los métodos de empresas en liquidación con los métodos contables, puesto que la empresa no tiene capacidad de generar riqueza distinta a la que puede obtener por la venta de sus activos, mientras que la empresa en funcionamiento, por el contrario, utiliza métodos de rentabilidad.

3.4.1 Metodologías de valoración para empresas en funcionamiento. Para las empresas en funcionamiento se pueden aplicar diversos métodos de valoración los cuales se basan, en términos generales, en la valoración de los activos que posee la empresa, en la valoración de las utilidades o en la generación de efectivo. Para estos dos últimos casos, se toma como base la información histórica y se proyecta en el tiempo (Pricer y Johnson 1997). Estos métodos se aplican de acuerdo con la necesidad y el propósito de los interesados. Los más conocidos y utilizados son los sistemas de valor de la empresa en bolsa, de valor de reposición o de reemplazo, el múltiplo de utilidades, el de transacciones comparables, el de flujo de utilidades descontadas y el de flujo de caja libre descontado.

3.4.1.1 Valor de la empresa en bolsa. Este sistema de valoración permite inferir el valor total de la empresa por medio de la situación de las acciones de la empresa disponibles en la bolsa de valores, en un momento dado. Es decir, si la empresa tiene el 10% de las acciones colocadas en la bolsa de valores se toma como base el valor que están dispuestos a pagar por ellas los posibles inversionistas para hacer un cálculo sobre el 100% de las acciones en circulación de la empresa. Este método utiliza técnicas estadísticas para hacer inferencias, para lo cual se asume como muestra del total de las acciones de la empresa las acciones ofrecidas en bolsa, extrapolando el mismo comportamiento de la muestra para la totalidad de las acciones. Sin embargo, como lo dice Mascareñas (2000), esta inferencia estadística no siempre muestra la realidad del precio de la empresa porque, cuando la negociación se lleva a cabo para un gran paquete accionario, el precio sube, por el costo superior implícito en la toma de control sobre la empresa.

Entre las limitaciones más importantes de este método está el acceso limitado de las empresas a la bolsa de valores, además del error que se puede generar por la inferencia de la muestra a la totalidad de las acciones de la empresa, partiendo del porcentaje mínimo que se encuentra en la bolsa de valores que, sin ser representativo de la población, es considerado como tal para el 100% de las acciones. Las situaciones de oferta y demanda pueden determinar que el precio ofrecido en un momento dado por un porcentaje de acciones no sea transferible a la totalidad. Para corregir el sesgo, es importante tener presentes las consideraciones de Vélez (2004: 365) sobre el inconveniente de aplicar este método en la mayoría de países en vía de desarrollo por la falta de transparencia e independencia con que se manejan las transacciones de acciones, pues existe la facilidad del control de los grandes grupos empresariales sobre las acciones colocadas a disposición del público.

3.4.1.2 Valor de reposición o de reemplazo. Sistema de valoración utilizado principalmente para operaciones relacionadas con seguros de activos, que consiste en calcular, de la forma más cercana posible, cuanto valdría reponer la empresa en su

totalidad en caso de ocurrir cualquier evento que lo amerite (Pricer y Johnson 1997). Es un tipo de valoración que se orienta, básicamente, hacia los bienes físicos, dejando a un lado los bienes intangibles que no son susceptibles de pérdida, robo o demás tipos de siniestros protegidos por las compañías de seguros. Al aplicar este método se asume como igual el valor de los bienes a su costo de adquisición nuevos, menos un descuento por deterioro u obsolescencia (Media, 2003). En este aspecto radica la inconveniencia de su aplicación, porque, según Vélez (2004), no hay relación entre el valor de la reposición y la capacidad de generar valor en el futuro y no se puede desconocer cómo, en la actualidad, la valoración de una empresa está dada más por aspectos intangibles que por sus bienes físicos.

3.4.1.3 Múltiplo de utilidades. Este método consiste en tomar como base la utilidad generada por la empresa en un periodo determinado⁷, presumiendo que se puede seguir generando el mismo nivel de utilidad durante su vida útil (Media 2003). Además de esta presunción, es necesario establecer la vida útil aproximada de la empresa. La valoración bajo este método se lleva a cabo de forma elemental, tomando la utilidad del periodo base y multiplicándola por el número de periodos de vida estimados de la empresa. El resultado de esta operación debe ser complementado con el valor de reposición de los activos que posea la empresa al final de su vida útil estimada (Basi y Basi 2004).

Este sistema de valoración tiene gran cantidad de inconvenientes e inconsistencias, entre las que sobresalen la inexactitud de la información contable que se utilice como base para establecer la utilidad del periodo base, en la cual se soporta todo el sistema de valoración. Además, ignora las inversiones del período para la generación de ganancias futuras y utiliza una gran variedad de múltiplos, los cuales pueden ir desde ocho hasta diecinueve (Jaramillo 2001). En la actualidad este método tiene muy poca aceptación pues es claro que la generación de utilidad en la empresa en un periodo de tiempo determinado, normalmente está lejos de la generación de efectivo real, indicador que permite conocer si la empresa realmente está retribuyendo de forma adecuada la inversión de sus propietarios.

⁷ Según Siegel, J. et. al. (1997), por lo general se estima en cinco años.

3.4.1.4 Transacciones comparables. Este sistema de valoración consiste en comparar el valor de una transacción de compra-venta de una empresa similar a la del motivo de valoración, haciéndole los ajustes correspondientes para tratar de eliminar las diferencias existentes entre las dos (Basi y Basi 2004). Esta valoración sería muy acertada si se lograra conseguir como base una operación similar realizada en un tiempo corto, si la empresa fuera casi del mismo tamaño y si estuviera en la misma región (Media 2003). Cuando no se dan todas las condiciones, se deben ajustar las diferencias a la situación particular de la empresa que se valora, pero es allí precisamente donde se encuentra la mayor dificultad porque, por muy buenos que sean los ajustes realizados, pueden existir diferencias generadas por la subjetividad de las personas encargadas de llevarlos a cabo.

3.4.1.5 Flujo de utilidades descontadas. Método un poco más cercano a la realidad que los métodos anteriores, pues toma como base para sus cálculos la proyección del estado de resultados en el tiempo de vida estimado de la empresa, a partir de la cual se calcula el valor presente neto, trayendo a valor presente con una tasa de descuento, la utilidad que se presupuesta generará la empresa en el futuro (Media, 2003).

El gran inconveniente de este método está en la diferencia existente entre la utilidad en libros y el verdadero flujo de efectivo generado por la empresa (Pricer y Johnson 1997). Tomar como base la utilidad mostrada en los registros contables es uno de los mayores generadores de distorsión porque, como se ha mencionado en varias ocasiones, el sistema contable actual tiene innumerables fallas que no permiten obtener de la información arrojada una información real de la situación del negocio. Aunque se puede considerar como una buena aproximación a un método confiable de valoración de empresas, se debe ser cauto en su utilización porque habrá empresas en que no será aplicable por la diferencia existente entre la utilidad contable y su generación real de efectivo (Basi y Basi 2004).

3.4.1.6 Flujo de caja libre descontado. Este método se basa en la capacidad de la empresa para generar riqueza en el futuro (Vélez, 2004; Edwards, 1993; Olafsen y Derva, 2003). Considera que, bajo las circunstancias actuales de los mercados y las condiciones generales del mundo de los negocios, la capacidad de la empresa para generar riqueza en el futuro es el indicador más significativo para evaluar el funcionamiento de una empresa y, por lo tanto, puede tenerse como el método más acertado para su valoración. Su validez se encuentra en tomar como base de cálculo, el flujo de caja proyectado de la empresa traído al valor presente neto a una tasa de descuento, calculada como el costo del capital promedio ponderado. Esta tasa de descuento es, probablemente, el parámetro más importante de retorno sobre la inversión, cuando se calcula el valor de una empresa, al considerar los distintos elementos del costo de capital para la inversión por realizar, entre los que se encuentran los distintos tipos de riesgo.

“El flujo de caja libre es el flujo de fondos generado por las operaciones de la empresa, sin tener en cuenta el endeudamiento después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible después de haber cubierto las necesidades de reinversión de activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo la no existencia de deuda y, por lo tanto, de cargas financieras” (Fernández 1999: 41). Además, el evaluador utiliza cálculos en los que se apoya para validar la aproximación de las proyecciones en los principales aspectos o activos de carácter cualitativo de la empresa, tales como los relacionados con el posicionamiento de la empresa y sus productos en el mercado, las amenazas y oportunidades futuras, la calidad del personal directivo de la empresa, las relaciones manejadas con proveedores, competencia, gobierno y empleados, planes de crecimiento, de su capacidad productiva y de expansión de mercado, entre otros.

A pesar de que el flujo de caja libre es el método más acertado, también tiene algunas limitaciones, y existe cierto nivel de riesgo en su utilización, generado porque la información en que se soporta se toma de proyecciones futuras. Aunque se apoye en los principales aspectos cualitativos de la empresa, las circunstancias cambiantes del mercado (Weston y Copeland 1995), el gusto de un consumidor cada vez más exigente

y, sobretodo, la inestabilidad en materia económica y fiscal, generan la posibilidad de cambiar positiva o negativamente las condiciones sobre las cuales se basó la valoración inicial.

3.4.2 Metodologías de valoración de empresas en liquidación. Para el caso de las empresas en liquidación se deben utilizar métodos diferentes a los utilizados cuando la empresa se encuentra en operación, debido a su falta de continuidad en la actividad económica desarrollada (Jaramillo 2001). El hecho de no encontrarse la empresa en operación provoca una reducción enorme de su valor al ser comparada con la misma empresa o una similar en funcionamiento, debido al principio de que el valor de una empresa está directamente relacionado con su capacidad para generar efectivo (García 2003). Por tanto si la empresa no está en operación, no generará efectivo adicional al de la venta de sus activos. Entre los métodos más aplicados para valorar empresas fuera de operación se encuentran: valor en libros, valor ajustado en libros, valor de mercado y valor de descomposición.

3.4.2.1 Valor en libros. Con este método se valora la empresa por sus activos en libros. Se debe ser muy cuidadoso con la utilización de este sistema, por estar basado en la información contable, la cual adolece de innumerables inexactitudes. Una de ellas radica en que, para los empresarios, la práctica contable tiene como principal objetivo el pago de la menor cantidad posible de impuestos, mientras que, para el gobierno, el objetivo es obtener la mayor cantidad posible de impuestos (Jaramillo 2001). El resultado es que no siempre se tiene una información real, sino acomodada a las circunstancias de la empresa. Además de esto, la normatividad contable no permite tener un acercamiento a la realidad del valor de la empresa y de sus activos en el mercado.

3.4.2.2 Valor ajustado en libros. Este método trata de corregir las deficiencias del anterior porque, a pesar de partir de la información contable, realiza una serie de ajustes necesarios de acuerdo a algunas variables que inciden en el valor de los activos, entre las que se encuentran el tiempo de uso, tipo de desgaste, vida útil y los demás aspectos

relacionados con su valor (Jaramillo, 2001). Este método considera los activos físicos y no considera los activos intangibles, porque al no estar la empresa en funcionamiento, sus intangibles pierden valor (Basi y Basi 2004). A pesar de ser un método ajustado, también carece de credibilidad, porque los ajustes se hacen teniendo en cuenta variables consideradas por sus propietarios o los interesados en la valoración en un momento determinado, sumándose a las deficiencias presentadas, por partir del método anterior (Pricer y Johnson 1997).

3.4.2.3 Valor de mercado. Método muy acertado para el caso de las empresas fuera de operación porque no hay mejor método de valoración que el sometimiento de un bien a la interacción de la oferta y la demanda en el mercado. Este método consiste en valorar los activos de la empresa de acuerdo con el costo para sustituirlo o reproducirlo, es decir, su valor en el mercado, independiente de su valor en libros o de los ajustes por realizar (Media 2003). Se toman también, como referencia, las transacciones recientes de bienes similares, de edificios, maquinaria, vehículos y demás bienes, así sean tangibles o intangibles. Los activos productivos se toman en conjunto, por ejemplo toda la maquinaria necesaria para producir los bienes de la empresa, los cuales pueden ser de interés para aquellas empresas del mismo sector económico al cual pertenece, bien sea para ampliación o reposición de equipos, igualmente entre los inversionistas interesados en ingresar al mismo sector económico.

3.4.2.4 Valor de descomposición. Consiste en tomar cada uno de los activos de la empresa de forma independiente y valorarlos a precios de mercado. Este método maneja los mismos conceptos del método de valor de mercado, pero se diferencia en que toma cada uno de los activos por separado, así sean todos parte de una misma unidad productiva. Es un método muy aproximado a la realidad pues parte del principio de que un conjunto de bienes que no están dedicados a una actividad productiva deben ser vendidos lo más pronto posible para evitar su deterioro, por lo tanto, considera más conveniente su venta de forma individual, mientras sea posible.

3.5 GERENCIA BASADA EN VALOR EN LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Después de establecer la generación de valor como el objetivo básico financiero actual en las organizaciones con ánimo de lucro, se hace necesario contemplar la gerencia del valor como parte complementaria y fundamental para su logro, permitiendo, según Vera (2000b), con base en este enfoque concentrar todos los esfuerzos hacia la consecución de este objetivo, como medio para garantizar la permanencia de la organización en el competitivo mundo de los negocios.

La valoración de la empresa es un buen indicador actualizado al propósito financiero de las organizaciones, sin embargo no deja de ser más que una medida, la cual a pesar de ser una proyección futura, se basa en unos resultados producto de una gestión pasada; significando que como tal no es mayor el aporte brindado a la estrategia de las empresas por enfocarse exclusivamente en mostrar un resultado.

Como lo expresa Vera (2000b), el verdadero aporte de este indicador se materializa con la implementación de políticas y acciones tendientes a obtener en los periodos futuros unos resultados cada vez mejores, lográndose de manera clara, por medio de la implementación de la gerencia del valor en la organización. La cual, según Herrscher (2002:174): “es una propuesta de negocios que combina la medición del rendimiento financiero ciclo tras ciclo, juntamente con la implementación agresiva de planes de acción para crear valor, permitiendo la convivencia de decisiones diarias de gerencia con el planeamiento estratégico, teniendo como objetivo final la potenciación de la creación de valor para los accionistas”.

Con este objetivo en mente, las estrategias a diseñar y ejecutar en la organización deben estar vinculadas para que sus operaciones arrojen resultados satisfactorios frente a las expectativas de rendimiento de sus accionistas; esto implica, dice Vera (2000b:110), “no solo la satisfacción de este grupo en materia de rentabilidad, sino que involucra a toda la organización, la cual debe captar y mantener el cliente, atraer el recurso humano con las competencias requeridas, motivar al personal directivo para el logro de sus

metas, y en general, ejecutar las acciones necesarias para que la búsqueda de valor sea un objetivo permanente”. Es decir, como lo expresa Koller (1994), las empresas también necesitan metas no financieras para inspirar y para dirigir la organización entera y tales objetivos no contradicen la maximización del valor, por el contrario, son el soporte para la obtención del objetivo básico financiero.

Al utilizar la valoración de empresas como indicador de gestión, dice Vera (2000 a), es la gerencia basada en valor la que intenta orientar la gerencia estratégica de la empresa hacia la planificación y ejecución de acciones que incrementen su valor y es la que brinda las herramientas necesarias para lograr obtener en cada periodo un resultado mejor, es decir, lograr tener para los accionistas un valor superior en su inversión. La gerencia basada en valor provee un marco conceptual serio para la comprensión y administración de todos los componentes de creación de valor en los distintos niveles de la organización. La gestión de valor puede ser usada para evaluar, formular y monitorear objetivos estratégicos en una empresa, de igual forma, puede ser usada como herramienta táctica para responder temas de mediano y corto plazo, por ejemplo: En relación a los recursos, cómo alinear a la estrategia la distribución de los recursos, en relación con la infraestructura, cuáles inversiones o proyectos destruyen o crean valor, en relación con la gestión de bienes de capital, cual es la relación entre mantener y crear nuevo valor para el negocio, en relación con los clientes, cuáles segmentos de mercado crean o destruyen valor.

Dice Knight (2002): al aplicar la gerencia basada en valor en las empresas, se hace necesario conocer y activar las variables inductoras de valor; es fundamental el conocimiento de estas variables claves, porque normalmente las empresas no pueden actuar de forma directa sobre el valor, sino que se deben enfocar sobre sus principales factores generadores, como por ejemplo, los costos, el mercado o la satisfacción del cliente; por lo tanto se debe aprovechar al máximo la capacidad de influir sobre lo controlable por la organización.

Estos factores permiten, por medio de su variación lograr un efecto positivo o negativo sobre el resultado final de valor en la empresa, sin embargo plantea Koller (1994), no todos tienen igual impacto sobre los resultados, es por eso necesario conocer si afectan positiva o negativamente la generación de valor, así como su jerarquización, para trabajar sobre ellos en búsqueda de su maximización en las generadoras de valor, o en su eliminación o sustitución en las destructoras de valor, es decir, no se deben adoptar políticas generales en la empresa tendientes a encontrar una solución, como por ejemplo un programa de reducción de costos a todos los niveles, o una estrategia general de aumento de ventas de todos los productos de la empresa, sino que se debe focalizar cada decisión, porque cada área de la organización debe ser potencializada de forma diferente en la búsqueda del propósito de generación de valor, de acuerdo a sus posibilidades de generación de valor.

Vera (2000 a) expresa la necesidad de no olvidarse que el objetivo final de la gerencia basada en valor no es medir, sino diseñar estrategias de mejora en el desempeño, por lo tanto, la valoración de la empresa se convierte en el punto de partida y de llegada para medir los resultados de la implementación de estas estrategias. Tampoco debe desconocerse la gran ayuda para el éxito en la implementación de esta filosofía de trabajo, la permanente comunicación a todos los niveles de la organización sobre el comportamiento de los inductores de valor, como una estrategia corporativa y no como acciones aisladas de algunas personas o áreas de la organización.

La gerencia del valor establece entonces como primera necesidad la identificación de las áreas de la organización que más pueden contribuir a la creación de valor, después de esta identificación como lo plantea Hax y Wilde (2003), se procede a individualizar cada una de ellas de tal forma que pueda manejarse como un sistema autónomo con entradas y salidas claramente establecidas, y permitiendo los análisis y el seguimiento al comportamiento de cada área, de su utilización de insumos y de su generación de recursos. Entre mayor desagregación se pueda dar en la organización, más detallado podrá ser el análisis y de igual forma mejores podrán ser los resultados obtenidos.

La identificación y desagregación en unidades generadoras de valor por sí sola no produce valor adicional alguno, pero si permite conocer el aporte de cada una de ellas al propósito general de la organización. Es aquí donde se identifica cuales áreas o actividades se deben mejorar, replantear, eliminar o subcontratar, lo importante es que las actividades generadoras de valor se potencialicen cada vez más, así como la revisión y replanteamiento si es necesario, de las actividades aportantes de poco valor, y las actividades que después de revisadas no se puedan orientar en este sentido se eliminen o se subcontraten en caso de ser estrictamente necesarias, es decir, la empresa se debe dedicar a lo verdaderamente importante y dejar a un lado (subcontratar o eliminar) todo lo demás, de esta forma, los recursos liberados por estas actividades secundarias se podrán utilizar en las actividades importantes y por lo tanto obtener resultados superiores a los iniciales.

Para que la gerencia del valor sea exitosa se requiere de la implantación de una filosofía de valor para la toma de decisiones diaria del equipo gerencial, la cual deberá ser el soporte a la estrategia de la empresa y la guía permanente para el logro del propósito de generación de valor de los accionistas. Lo más importante en la adopción de la filosofía empresarial de generación de valor, es establecer unos parámetros de actuación y de toma de decisiones, conducibles realmente a la práctica y medibles con la utilización de una herramienta adecuada.

3.6 INDUCTORES DE VALOR

Después de tener claro el objetivo básico financiero a buscar por las empresas en la actualidad, se tiene inmediatamente el interrogante de cómo conseguir de la mejor forma posible ese objetivo, es decir, para conseguir la maximización del valor de una empresa, se necesita entender su fuente, de tal manera que un gerente o los directivos puedan orientar la empresa hacia panoramas de máximo valor (Stephens 2003), es así como aparecen los inductores de valor como fuentes importantes generadoras de éste, al ser factores dominantes que aumentan o disminuyen el valor de la empresa (Voigt

2003); los inductores de valor necesitan ser organizados de tal manera de poderse identificar cuales tienen el mayor impacto sobre el valor, así como para facilitar la asignación de responsabilidad individual sobre ellos, para que puedan ayudar a la organización a encontrar sus objetivos. (Koller 1994)

Los inductores de valor pueden definirse como aquellas variables causantes o generadoras de un resultado específico, cuando el propósito es la generación de valor, es decir, sobre las que se hace necesario actuar, para conseguir un efecto mayor sobre el resultado final. Estas variables por la no linealidad de las organizaciones, del entorno y de las condiciones de su entorno, producen una ampliación en el efecto a causa de la actuación de un estímulo, generando unas salidas muy superiores a las entradas, gracias al efecto generado por los bucles de retroalimentación, presentes en los sistemas no lineales, los cuales producen una retroalimentación reforzada, empezando desde el elemento generador, interviniendo en cada uno de los componentes del sistema, hasta llegar nuevamente al elemento inicial con un efecto totalmente ampliado respecto a su efecto original.

Pero todos los inductores no son variables o elementos generales aplicables a cualquier tipo de empresa, algunos de éstos tienen relación directa con la empresa específica, el sector de la industria al cual pertenece, el flujo de efectivo generado en cada situación donde se aplican, el futuro económico previsto, así como los mercados financieros de desenvolvimiento de la empresa. Sin embargo, Copeland et. al. (1994) generaliza algunas variables como generadoras de valor, indistintamente del tipo de empresa donde se apliquen y de las condiciones económicas y financieras que la rodean: *“Generic value drivers, such as sales growth, operating margins, and capital turns, apply equally well to nearly all business units...”*.

Cuando Copeland menciona las ventas, márgenes operativos y retorno del capital, en todos los casos hace referencia a su incremento. Pero no debe dejarse pasar el hecho de que cada uno de estos aspectos trae implícitas una serie de variables, las cuales deben actuar de determinada manera y bajo determinadas circunstancias para el logro de su

propósito. Por lo tanto, el hacer una afirmación tan contundente respecto a los inductores de valor en la organización se convierte en la aplicación de un enfoque mecanicista de la economía y de las finanzas, porque la aplicación de esta visión al concepto de inductores de valor puede ser válida hasta cierto límite (Koller 1994), pero se estaría manejando un horizonte totalmente reduccionista de la organización y de las finanzas.

Además de esa consideración mecanicista, deberá contemplarse siempre el vínculo de las finanzas corporativas con el entorno de la organización y muy especialmente con la economía, como una fuerza dinámica en permanente evolución, totalmente enlazada con el cambiante sistema ecológico y social del mundo, que para entenderla se requiera un esquema conceptual también capaz de cambiar y adaptarse continuamente a nuevas situaciones. (Capra 1982)

Puede ser entendible como al abordar un tema de carácter financiero, se enfoque desde una visión reduccionista, por el hecho que la costumbre indica que los resultados para ser analizados por los líderes y dirigentes en las organizaciones, deben ser presentados de la forma más simple y puntual posible, para lograr de forma rápida conocer el resultado de un periodo o de una gestión, llevándose por lo general hasta la presentación por medio de indicadores, los cuales ayudados de cifras y gráficos muy puntuales, presentan el resultado general de la empresa para un periodo de análisis específico. (Knight 2002)

Pero ese reduccionismo no debe impregnar a toda la organización y sobre todo a quienes tratan de hacer un análisis detallado de ella y de sus resultados, menos aún cuando se busca cuales son las variables más profundas generadoras de efectos positivos o negativos, con el fin de promoverlas, reducirlas o eliminarlas, según sea el caso.

3.6.1 Crecimiento de los Ingresos. Existen varias razones para considerar el crecimiento de los ingresos como fuente importante generadora de valor, sobresaliendo entre ellas las economías de escala, el apalancamiento operativo, la mayor cobertura de

mercado y sobre todo la creencia de la mayoría de directivos y de propietarios de empresas que el crecimiento va unido a la rentabilidad (Ridder 1998) y que cuanto mayor tamaño tenga una empresa, más fácil se aumentará su rendimiento. (Mascareñas 2000)

Economías de Escala. Las economías de escala permiten reducción de costos por los volúmenes que se manejan, al optimizar la actividad productiva, aumentando el porcentaje de utilización de la capacidad instalada, al tener mayor capacidad de negociación con los proveedores de materia prima y de insumos, por el incremento de volúmenes de compra, por la mejor utilización de los canales de distribución y comercialización, por el aprovechamiento al máximo del personal, tanto operativo como administrativo y por la reducción porcentual de los costos fijos al compararlos frente a los costos variables o ante los ingresos, los cuales al tratar de mantenerse fijos, se reducen de forma relativa frente al nuevo volumen de actividad y de ingresos de la empresa.

De esta manera se logra una reducción del costo unitario, porque al aumentar el volumen de producción, se pueden afrontar inversiones a gran escala, asignar los costos de investigación y desarrollo, así como otros costos fijos sobre una base de mayores ventas y actividad, o conseguir economías en la producción y comercialización de productos; permitiendo reducir muchos de los gastos de los distintos procesos implicados, por el aumento a un ritmo menor a los costos directamente proporcionales a los volúmenes de actividad. (Mascareñas 2000).

Apalancamiento Operativo. El incremento de volumen de actividad de la empresa permite al apalancamiento operativo convertirse en un inductor de valor en razón al efecto ampliado producido en la utilidad por la existencia de costos fijos, es decir, se genera un incremento porcentual en la utilidad de la empresa superior al incremento porcentual de los ingresos (Block y Hirt 2001), haciéndose mayor en la medida en que los costos fijos son más altos por su utilización como palanca para el incremento de la utilidad (García 1999). Pero no puede perderse de vista que el concepto de

apalancamiento operativo es válido cuando el objetivo básico financiero a conseguir se basa en la contabilidad de causación, de lo contrario, se hace necesario analizarlo en detalle para establecer su efectividad.

Mayor Cobertura de Mercado. La búsqueda del crecimiento de las ventas implica la actuación sobre las variables con incidencia sobre éstas, además de una serie de acciones adicionales en torno al incremento de ingresos, las cuales implican todas un gran esfuerzo de inversión, así como el asumir nuevos riesgos, y en algunos casos, con algunos productos o unidades de negocios, volver a una etapa anterior del objetivo básico financiero, cuando se trataba de sobrevivir y de posicionar el producto o la marca en el mercado, a consecuencia de los desembolsos requeridos por la inversión y en tanto se espera la retribución en generación de efectivo de esa inversión, implicando solo por este hecho un riesgo adicional, por encontrarse el concepto de riesgo asociado al flujo de liquidez futuro. (Bodigton y Malko 2003)

Bieshaar et. al. (2001) plantea que las empresas cuando buscan crecimiento, lo enfocan principalmente desde el punto de vista expansionista, presentándose varias posibilidades, de acuerdo a sus condiciones particulares o al pensamiento de sus dirigentes, algunas de estas posibilidades son principalmente la consolidación del mercado objetivo, la incursión en nuevos mercados y el desarrollo de productos, cada uno de ellos con el propósito de lograr una mayor generación de ingresos, para los cuales se requieren estrategias distintas y de igual forma inversiones de capital de distinta índole.

Consolidación del mercado objetivo. Esta estrategia de incremento de ingresos suele ser en muchas ocasiones la más fácil de aplicar cuando la empresa aspira a crecer, dice Kamani (1999), es así como permanentemente se están buscando fórmulas para el logro de sus productos por parte de los clientes actuales, bien sea por incremento de su frecuencia o por conseguir que más personas del nicho de mercado donde se encuentran enfocados lo hagan. A pesar de no haber variación en el producto a ofrecer, el solo hecho de colocar una mayor cantidad de productos a disposición del público, genera una

demanda de recursos adicional, representada en el capital de trabajo necesario para lograr una mayor producción y en la mayoría de los casos de almacenamiento por la necesidad de mantener mayor disponibilidad de inventarios para atender la demanda.

Pero ese incremento de ventas en el actual mercado se logra generalmente con la intensificación de campañas publicitarias que traen consigo la necesidad de inversión, es decir, para el logro del incremento de ingresos por esta vía, considerada para muchas empresas la de más fácil acceso, se requiere la inversión de recursos, tanto por la necesidad de campañas publicitarias, como por el incremento de sus inventarios a disposición del cliente.

Incursión en nuevos mercados. El llevar el producto de la empresa a mercados distintos al mercado donde se encuentre, implica un esfuerzo aún mayor que en el anterior caso, por estarse tratando de empezar de nuevo en sitios geográficos o en áreas no incursionadas anteriormente por la empresa, donde el producto es poco conocido o en muchos casos totalmente desconocido. Bajo estas circunstancias, la necesidad de inversión es superior y con un riesgo alto, porque no siempre se logrará el éxito, traduciéndose en la posibilidad de pérdida de todo el esfuerzo hecho por la organización.

Además de la consideración del alto nivel de riesgo, debe contemplarse el impacto generado para la empresa desde el punto de vista financiero y más específicamente desde el punto de vista del valor presente neto de sus flujos de caja futuros, porque el producto de la inversión no se percibe a corto plazo. Por lo que el desembolso de recursos realizado para conseguir el incremento de ingresos, además de ser superior, va a comenzar a producir su resultado de forma lenta y paulatina en el mediano o largo plazo, causando un efecto positivo disminuido sobre el valor presente neto, respecto al impacto negativo producido por el desembolso de la inversión.

Desarrollo de productos. Otra forma de lograr crecimiento en los ingresos es por medio de la ampliación del portafolio de productos de la empresa, constituyendo

nuevamente, como en el anterior caso, un gran esfuerzo en inversión de capital, o incluso en muchas ocasiones mayor, porque el aumento del portafolio podrá darse con la utilización de la capacidad instalada si hay compatibilidad de los nuevos productos con los existentes para su producción, o en caso de no serlo, o de no poseer la capacidad instalada suficiente, será necesario acudir a una forma de atender esta nueva demanda, representando en todo caso un nuevo desembolso de recursos.

Cuando el aumento del portafolio de productos implica la realización de inversión en activos fijos, será mayor el impacto negativo generado sobre el valor presente neto de la empresa, porque además del tiempo requerido para el posicionamiento del producto, es necesario sumarle el tiempo de puesta en marcha de los activos fijos adquiridos, convirtiéndose en ocasiones en largos periodos de tiempo por las condiciones de puesta a punto de equipos, igualmente por la necesidad de llevar a cabo campañas promocionales para dar a conocer el nuevo producto.

En conclusión, cualquier forma de incremento de ingresos relacionado con aspectos de mercadeo, implica la realización de inversiones, requeridas en un periodo de tiempo determinado y en muchas ocasiones ser reforzadas con desembolsos de cuantía menor en el tiempo, las cuales van a comenzar a generar su retribución en periodos posteriores de una forma lenta y cada vez más alejados del punto de origen, al mirarse la empresa como un proyecto ubicado en una línea de tiempo generador de ingresos y egresos.

En general, se ha considerado el incremento de los ingresos como la formula más efectiva para la consecución del objetivo básico financiero en las organizaciones, independientemente de su actividad o las condiciones de mercado y económicas de desempeño, se plantea el crecimiento como fuente generadora del objetivo básico y como meta a cumplir, considerando además que entre mayor sea el porcentaje de crecimiento planeado o logrado, de mejor forma se estará satisfaciendo el propósito financiero, desde el punto de vista de los accionistas, esta creencia ha surgido desde las primeras etapas de evolución del objetivo básico financiero en las organizaciones cuando el propósito fundamental era el logro de la mayor utilidad, la cual, gracias a los

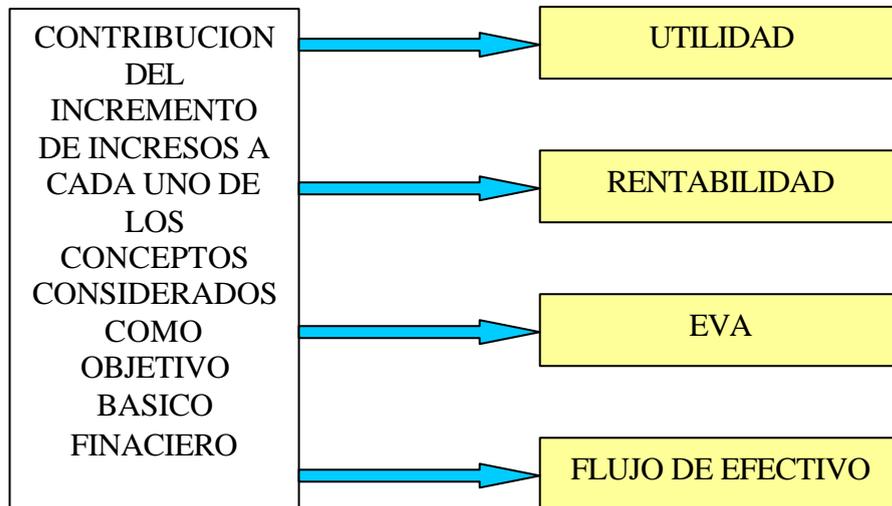
efectos de la contabilidad de causación entre mayor fuera su crecimiento más fácilmente y de mejor forma se satisfacía.

Podría atribuirse también esta afirmación al cumplimiento del propósito perseguido por algunas ciencias sociales, como la economía y a su vez las finanzas como parte de ésta, de buscar validez o credibilidad ante la comunidad científica por medio de la utilización de modelos newtonianos y cartesianos, tratando de conseguir la credibilidad que tiene la física, lograda gracias a la utilización de estas teorías. Es decir, tratando de desconocer que se está trabajando sobre fundamentos eminentemente sociales, los cuales en la mayoría de casos no aceptan de manera contundente asimilación o aplicabilidad de conceptos newtonianos, dejando a un lado la consideración de que los fenómenos descritos por la economía se diferencian profundamente de los estudiados por las ciencias naturales en su naturaleza dinámica. (Capra 1982)

El Crecimiento de Ingresos y el Objetivo Básico Financiero. El incremento de los ingresos ha sido considerado por las organizaciones como la gran meta a conseguir, como el objetivo claro y preciso a apuntar y hacia donde se deben orientar todos los esfuerzos. Jamás ha habido un objetivo tan claro y específico como éste para cualquier directivo, independientemente del tamaño de su organización o de las condiciones en que se encuentre. Desde la misma creación de la empresa, el sueño a alcanzar a corto o largo plazo es el crecimiento, basta con remitirse a los contenidos de la misión, visión, objetivos y demás componentes de la planeación estratégica de las organizaciones para encontrar en el crecimiento el propósito más concordante y unificador.

Sin embargo, es necesario revisar lo acertado de tener como el gran propósito general de la empresa el crecimiento, para esto se debe analizar su efecto sobre cada uno de los que han sido considerados en su momento, por cada organización como el objetivo básico financiero, de esta manera, la utilidad, la rentabilidad, la generación de valor económico agregado y la generación del flujo de efectivo serán relacionadas con el crecimiento (Ver figura 4).

Figura 8. Relación del crecimiento de ingresos con cada uno de los conceptos considerados como objetivo básico financiero.



Fuente: Elaboración propia.

Utilidad e Incremento de Ingresos. El mayor nivel de ingresos al ser analizado estrictamente desde el punto de vista de utilidad, es positivo, entre más se crezca más utilidad se genera, en razón a que los ingresos de un periodo donde hubo crecimiento son llevados al estado de resultados, pero es necesario considerar lo planteado por Amat (1999) al decir que en la utilidad contable como indicador, no se considera el desembolso de dinero en capital de trabajo o en inversión fija realizada para el crecimiento, porque éste va a formar parte del balance general, para el caso del capital de trabajo, la inversión va a formar parte de los activos corrientes, bien sea como inventarios, cuentas por cobrar, o como cualquier otro tipo de inversión en capital de trabajo, y para el caso de la inversión fija, puede estar representada en maquinaria, vehículos, edificaciones, muebles y enseres o licencias, haciendo parte de los activos fijos o de los otros activos.

Es precisamente aquí donde la contabilidad de causación comienza a quedarse corta en el suministro de información de la empresa, al no contabilizar la inversión requerida por el crecimiento dentro del periodo realizado, sino que se difiere en el tiempo de acuerdo al tipo de bien o de inversión realizada. Por lo tanto, de acuerdo a esta perspectiva, se hace altamente benéfico crecer, porque contablemente se registra la retribución generada por el crecimiento, sin ser exigente en cuanto al mínimo a producir, por registrarse en el periodo de análisis costo o gasto, solamente la depreciación o amortización periódica de la inversión, cuando se trata de inversión en activos fijos o en diferidos. O peor aún, sin registrar costo o gasto cuando la inversión se realiza en capital de trabajo. Por lo tanto, dice Amat (1999:21) “la utilización de las utilidades como criterio evaluador puede animar prácticas perjudiciales para la empresa, tales como el exceso de inversiones en activos”.

Rentabilidad y el Incremento de los Ingresos. Al tomar la rentabilidad desde la perspectiva de la contabilidad de causación, se estaría tratando la rentabilidad por acción o rentabilidad sobre el capital invertido, donde se mira el incremento de ingresos como fórmula de satisfacción de este objetivo, acudiendo así a la búsqueda de alternativas, mercados, productos y clientes que permitan presentar un crecimiento constante de la organización. Sin embargo, la afirmación sobre el mayor volumen de ingresos o el mayor tamaño de la empresa como generador de rentabilidad, es absolutamente atrevida cuando se hace de manera generalizada; esta percepción la tienen todavía quienes se encuentran en la etapa del objetivo básico financiero cuyo propósito es la máxima utilidad. Pero otra cosa muy diferente es la comparación de esa utilidad generada con la rentabilidad mínima a retribuir la inversión realizada en la empresa.

Cuando se analizan los resultados del crecimiento como indicador frente a una base, bien sea el valor de la acción o del capital colocado en la empresa por el inversionista, los resultados ya no son tan positivos como cuando el objetivo era la generación de utilidad. Porque al incrementar la base sobre la cual se está comparando la utilidad, al tenerse mayor nivel de actividad o de activos en su generación, el resultado va a ser

inferior si no se obtiene un rendimiento proporcional o superior al tenido antes del crecimiento. Es así como Bandrowski (1991) establece una clara diferencia entre utilidad y rentabilidad, en donde para el primer caso interesa el máximo valor en términos monetarios y para el segundo el interés se centra en obtener un mayor porcentaje respecto a la inversión realizada.

Al analizar la rentabilidad desde el punto de vista del inversionista, podría obtenerse un resultado satisfactorio o no, dependiendo de la participación de éste como aportante de capital para llevar a cabo el crecimiento, de esta manera, si el crecimiento se hace acudiendo a financiación de terceros, la rentabilidad generada podrá ser mayor, fundamentalmente por el efecto del apalancamiento financiero, logrado por el costo inferior que generalmente tiene la deuda frente al costo de la inversión de los dueños de la empresa, ayudado por el beneficio tributario anexo al endeudamiento, en comparación con la inversión como aporte de capital.

Si la inversión en crecimiento se da de esta forma, fácilmente los dueños de la empresa podrán tener mayor rentabilidad por su inversión, pero esa retribución no será gratuita, ya que al incrementar su nivel de apalancamiento se incrementa el nivel de riesgo del inversionista, como lo dice De La Fuente (2002), al manejar el propósito de crecimiento como fuente de mayor utilidad, se está llevando a la empresa a incurrir en un riesgo mucho más alto al tenido cuando no se está en expansión, en razón al mayor riesgo de liquidez asumido, por lo que los dueños del capital invertido exigirán una mayor retribución de la empresa, por la exigencia de una prima por asumir un mayor riesgo, generado por el mayor volumen de actividad, lo cual se traduce en una expectativa superior de premio por riesgo, según sea la aversión o propensión de cada inversionista.

Pero como el concepto básico de rentabilidad no contempla el factor riesgo, puede considerarse el crecimiento como elemento que contribuye a alcanzar el objetivo básico financiero cuando su propósito es rentabilidad, bien sea acudiendo a la financiación con recursos generados por la misma empresa o con financiación de terceros, siempre y

cuando se mantenga la retribución a la inversión tenida antes de iniciar el proceso de crecimiento, lo que por lo general suele ser difícil de lograr en el corto plazo.

Valor Económico Agregado y el Incremento de Ingresos. Al abordar el tema de la generación de valor y más precisamente el valor económico agregado, ya se encuentra una salvedad respecto al mayor volumen de ingresos como fuente generadora de valor y por ende de cumplimiento del objetivo básico financiero, al restringir éste, sólo a aquellos negocios o proyectos generadores de una retribución superior al costo del capital Amat (1999), el cual se calcula teniendo en cuenta los diferentes elementos de riesgo inmersos en el proyecto, al utilizar para el cálculo del costo del capital, el promedio ponderado del costo de los recursos participantes en la financiación de la empresa, provenientes tanto de terceros como de los accionistas.

De esta manera, los proyectos con promesa de generación de una tasa de rendimiento superior a este costo, será atractiva para invertir y aquellos que no lo alcancen serán desechados, mientras permanentemente se está evaluando cada unidad de negocio de forma individual para establecer la capacidad de generación de valor, promoviendo aquellos que superan esta base y eliminando los que están por debajo de este límite.

Los fundamentos del valor económico agregado son muy específicos en cuanto a los parámetros mínimos de crecimiento, al establecer entre sus fórmulas para el logro de generación de valor el crecimiento como una de sus fuentes, pero teniendo en cuenta determinados aspectos mínimos, como lo expresa Amat (1999:42): “Una forma de conseguir aumentar el rendimiento es invertir en aquellas divisiones generadoras de valor y desinvertir en aquellas destructoras de valor o cuya generación es poca”, sugiriendo así, un concepto totalmente novedoso y contradictorio frente al concepto de utilidad, al hablar de desinvertir en las actividades o proyectos no generadores de valor o cuyo aporte a la generación de valor es poco.

En otro aparte Amat (1999:42) propone: “Aumentar las inversiones en activos que rindan por encima del costo del pasivo. De esta forma, el incremento de la utilidad

superará el aumento del costo de su financiación, generando así un valor económico agregado mayor”. Nuevamente, menciona el crecimiento como fuente de valor, pero condicionado a una retribución de la inversión superior al costo de los pasivos, generando así apalancamiento financiero para el logro del objetivo básico financiero de generación de valor.

El crecimiento por lo tanto al analizarse desde el punto de vista del valor económico agregado, debe estar condicionado a la rentabilidad de la inversión a realizar, teniendo como base el costo de capital, el cual incorpora el concepto de riesgo, exigiendo un mayor premio para el inversionista al incurrirse en un nivel superior de riesgo.

Sin embargo, no debe dejarse de lado el hecho que “en el fondo, el modelo EVA concibe el cálculo de la utilidad de forma similar al modelo contable convencional, con la diferencia de que, además del cargo financiero asociado con los pasivos, también incluye el costo de oportunidad del patrimonio de los propietarios” (García 2003:132), es decir, al analizar el efecto del crecimiento sobre el valor económico agregado se puede estar incurriendo en el mismo error incurrido cuando se analiza la utilidad o la rentabilidad, por obtener de la contabilidad tradicional la información para su cálculo, la cual se basa en el principio de causación y deja a un lado el flujo de caja. Por lo que se puede hacer mención al pensamiento de Vélez (2004:336) al respecto: “el EVA no es una medida de valor ni su crecimiento. El valor lo determinan los flujos de caja futuros... Por lo tanto, valorar empresas con EVA sin los flujos de caja es un error”.

Generación de Flujo de Efectivo y Mayor volumen de ingresos. El principal interés de esta investigación se enfoca en lo que el crecimiento representa para la generación de valor desde el punto de vista de la generación de efectivo. Los demás conceptos planteados, como utilidad, rentabilidad y valor económico agregado se toman como precedentes dentro de la evolución del propósito básico financiero de las empresas, hasta llegar al objetivo actual. Y es precisamente la pregunta ¿cómo puede el crecimiento ser generador de valor para la empresa y en consecuencia satisfacer el objetivo básico financiero actual? el motivo de esta investigación.

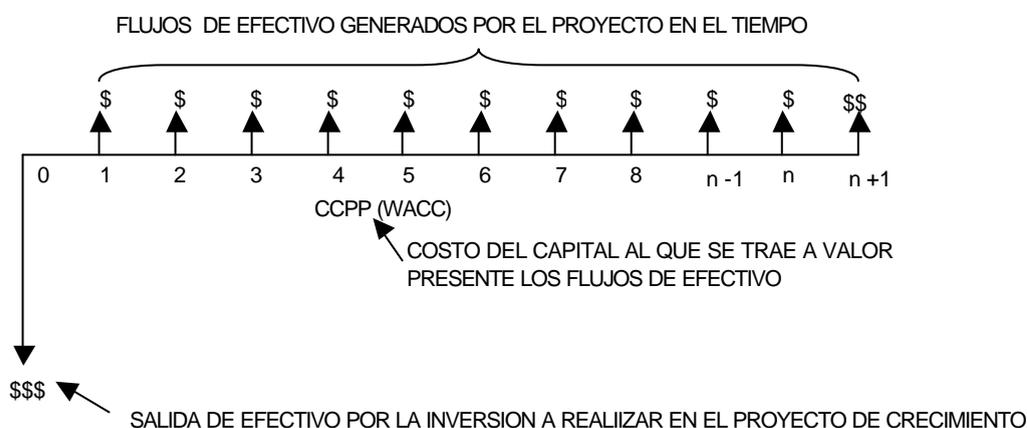
Al abordar el tema de generación de valor desde el punto de vista del flujo de efectivo, es necesario hacer un alto respecto a la consideración del crecimiento como forma de cumplimiento del objetivo básico financiero, porque no siempre ésta es la fórmula para su consecución. El crecimiento trae consigo la necesidad de inversión, bien sea en activos fijos, en capital de trabajo o en ambos, y el monto de esa inversión dependerá de varios factores, como pueden ser: las características particulares del producto ofrecido por la empresa, la capacidad instalada disponible, del volumen de crecimiento logrado, de las condiciones comerciales del mercado y del producto, además, de otra serie de elementos tanto internos como externos a la organización, haciendo de cada caso una situación particular a analizar.

Cuando la inversión de recursos se requiere en capital de trabajo, García (2003:104), lo considera como “la apropiación del flujo de caja que debe realizarse para financiar las necesidades adicionales de recursos a medida de lograrse el crecimiento en la empresa y poder así garantizar la continuidad de sus operaciones”, a pesar de estar representada la inversión en flujo de efectivo negativo, y en muchas ocasiones con cuantías considerables, la contabilidad de causación no lo refleja en sus registros, porque no muestra la incidencia total en el resultado del periodo de ejecución de la inversión, pero la contabilidad de caja si lo hace, bien sea por la apropiación de grandes cantidades de fondos para un proyecto en particular, o por la necesidad de destinar recursos para un crecimiento lento, así sea atendido por la generación de efectivo de la misma empresa, o por acudir a recursos externos, en cualquier caso, se están destinando unas sumas de efectivo específicas para satisfacer el crecimiento.

Amat (1999) expone que bajo cualquier circunstancia, esta necesidad de inversión para conseguir el crecimiento produce un impacto negativo al llevar el desembolso al flujo de efectivo, el cual generará un efecto más fuerte, entre más cerca del origen de la línea de tiempo se realice. En la mayoría de los casos, los presupuestos de crecimiento se deben realizar durante los primeros periodos futuros de tiempo, trayendo como consecuencia una disminución considerable al calcular el valor presente neto.

Lo que se hace necesario analizar al evaluar si el crecimiento es o no fuente generadora de valor cuando se hace la medición con la metodología del valor presente neto, es si el resultado positivo producido por el crecimiento en el tiempo es superior al efecto negativo del desembolso, sin embargo, el resultado positivo del crecimiento se ve disminuido por ser posterior al desembolso, además, porque en la generalidad de los casos el desembolso para la inversión se hace en un momento, mientras la generación de ingresos en efectivo por el crecimiento se percibe en una sucesión de momentos, produciendo un efecto positivo diluido de forma considerable, al traerse al valor presente descontado al costo del capital, haciendo en consecuencia más difícil cubrir el efecto negativo de la inversión.

Figura 9. Egreso e ingresos de efectivo en el tiempo por el proyecto de mayor volumen de ingresos en la empresa.



Fuente: elaboración propia.

Es necesario considerar al hacer un análisis del efecto de la inversión con propósito de crecimiento el tipo de empresa de estudio, porque es absolutamente claro que por la gran diversidad de empresas existentes en el mundo y la variedad de productos,

servicios y actividades ofrecidos, no todas requieren inversiones considerables para este propósito, de igual manera, no todas las empresas deberán esperar para comenzar a recibir la retribución por la inversión realizada, pero también es claro como en la mayoría de casos, el efecto negativo de la inversión es fuerte por su cercanía al inicio de la línea de tiempo del proyecto, la cual al compararse con el resultado positivo de los ingresos generados por ésta, muchas veces es un valor superior.

Por lo anterior, puede citarse a Morgan (1996) cuando hace referencia al crecimiento: si el objetivo básico financiero actual de las empresas es la generación de valor, medida ésta por la capacidad de generación de efectivo, será necesario revisar el concepto del crecimiento como fórmula para satisfacer este objetivo básico financiero, porque en muchos casos no se estaría logrando, y lo que es peor, en un gran número de casos el crecimiento estaría generando pérdida de valor, por el efecto mayor producido por el desembolso cercano a la fecha de valoración del proyecto, comparado con la fecha de retribución de la inversión.

Todo esto hace que al analizar la generación de valor basada en el crecimiento, desde la perspectiva del flujo de efectivo, se obtenga un resultado distinto al obtenido cuando se analiza desde el punto de vista de la utilidad, de la rentabilidad o incluso desde el valor económico agregado, en razón a que para el primer caso los resultados se obtienen partiendo de la contabilidad de caja, es decir, ingresos y salidas de efectivo, mientras para los demás casos se emplea la contabilidad de causación, generando una distorsión del verdadero resultado, al no considerar la liquidez de la empresa al momento de realizar el análisis para decidir la inversión, porque el valor de la inversión se amortiza en un largo periodo de tiempo cuando se trata de activos fijos, o en ocasiones no alcanza a mostrarse en los estados financieros, como ocurre con la inversión en capital de trabajo.

Después del anterior razonamiento, ¿qué tan acertada puede ser la afirmación o la generalización de Copeland, uno de los mayores tratadistas del tema de la valoración de

empresas en el mundo, al mencionar el crecimiento como un inductor de valor generalizado?

3.6.2 Aumento de Márgenes de Operación. Copeland et. al. (1994) se refiere al aumento de márgenes de operación como otra forma de lograr mayor generación de valor para la empresa, concepto difícil de discutir desde el punto de vista cartesiano, al ser absolutamente claro el interés de cualquier empresa en buscar la mayor diferencia entre los ingresos y los costos generados en cada periodo o proyecto. El margen operativo al ser el resultado de la diferencia entre los ingresos y los costos, puede ampliarse aumentando los primeros, disminuyendo los segundos, o con la combinación de ambos, pero no es fácil lograr aumentar el margen de operación en una empresa bajo las condiciones de mercado y de competencia actual, donde la mayoría de ellas se encuentran inmersas en una permanente lucha por la supervivencia.

Es clara la existencia de empresas que por los productos ofrecidos o por sus características particulares, gozan de alguna protección o condiciones especiales y pueden permitirse aumentar sus márgenes operativos, bien sea por la vía del incremento de precios o por la disminución de sus costos con base en sus proveedores, pero la generalidad de los casos no permiten este privilegio, por el contrario, cada vez están más agobiadas por las exigencias del consumidor, al encontrar más opciones y alternativas en el mercado, permitiéndole satisfacer sus necesidades a menores costos.

Podría pensarse en una forma del logro de mayor margen operativo, a través de la modernización tecnológica de la empresa, que permita conseguir un alto estándar de competitividad por medio de la disminución de costos o por el incremento de volumen de actividad, pero al tomarse ésta como estrategia de disminución de costos para el logro de incremento de margen operativo, nuevamente se llega a lo planteado cuando se analizaba el crecimiento, al requerirse inversión de capital en la empresa, generando un amplio impacto negativo sobre el valor presente neto, es decir, un impacto negativo directamente sobre el valor de la empresa.

Morgan (1996) plantea cómo al tratar el tema de incremento de márgenes operativos como inductores de valor, se corre el riesgo de hacer sacrificios en torno a las condiciones normales de desempeño en la empresa, al iniciar por la eliminación de ineficiencias y posteriormente con el propósito de optimización, llevando en muchas ocasiones a la eliminación de intangibles y de aspectos de apoyo fundamentales para el logro de la consecución de valor, como es el caso de iniciar procesos que producen desmejoras en los beneficios laborales, en la disminución de gastos e inversiones en publicidad, en capacitación y otra cantidad de aspectos, por lo general de carácter restrictivo a esos aspectos intangibles tan importantes en la actualidad, nuevamente provocando la posibilidad de generación de resultados contradictorios, y muchas veces afectando las bases sobre las cuales se sustenta la ventaja competitiva de la empresa.

Disminución de costos. La gestión de disminución de costos en una empresa es un buen aporte al cumplimiento de su objetivo básico financiero, al conseguirse por medio de éste un mayor margen de utilidad, de rentabilidad, de valor económico agregado e incluso de generación de efectivo, pero siempre y cuando se logre mantener el nivel de actividad y de calidad tenido antes de iniciar con el proceso de disminución de costos, como dice Morgan, será válida la disminución de costos, mientras no se haga de forma indistinta y generalizada, porque de esta manera frecuentemente se lastima el valor del accionista, es decir, es sana mientras se enfoque en aspectos donde realmente si pueda llevarse a cabo esa disminución, sin afectar la operatividad de la empresa o las cualidades del producto; igualmente será efectivo mientras el cliente o consumidor final sigan recibiendo el mismo producto o satisfacción, al que la empresa se ha comprometido a entregar o está acostumbrado a recibir.

Los programas de disminución de costos emprendidos por las empresas deben llevarse a cabo de forma planeada y de manera focalizada, en aquellos aspectos críticos, donde cualquier acción realizada tenga un efecto ampliado sobre el resultado final, y a medida que la organización se va ajustando a los cambios generados por la implementación de programas de disminución de costos en las áreas más críticas, se va avanzando en la focalización, tomando siempre los aspectos productores de un impacto mayor sobre el

resultado final, dejando en último lugar o descartando aquellos cuyo efecto tenga un impacto parcial o local.

Por muy eficiente que sea un proceso, siempre habrá posibilidad de mejora, sin embargo, se debe ser cuidadoso al momento de implementación de un programa de este tipo en la empresa, porque habrán casos en donde por sus condiciones particulares o por las características del producto, no lo permiten sin conseguirse un efecto negativo sobre sus cualidades, de esta manera el resultado conseguido podrá ser totalmente contrario al buscado, aunque en ocasiones no se muestre así de manera inmediata, como en el caso donde los directivos de empresas emprenden programas de reducción de costos, los cuales se reflejan en los estados financieros durante los primeros periodos como algo bastante halagador, pero no siempre lo son los resultados de los periodos siguientes, cuando comienza a hacer efecto el programa de disminución de costos sobre la calidad del producto o sobre el valor percibido por el cliente.

Cuando la reducción de costo se realiza de forma planeada y enfocada a los aspectos críticos con incidencia global, podrá darse un resultado positivo sobre el objetivo básico financiero, sea cual fuere éste, pero cuando se hace de forma general sobre toda la empresa, casi como una imposición de tipo gerencial, el efecto final podrá ser contrario al buscado.

3.6.3 Incremento del retorno del capital. El tercer inductor de valor considerado por Copeland et. al. (1994) el retorno del capital, puede conseguirse de varias formas, ya que esta variable es afectada por una serie muy amplia de factores. En ella están inmersos tanto elementos relacionadas con la inversión, la cual bajo la contabilidad tradicional se presentan en el balance general, como de la operación periódica de la empresa, mostrados en el estado de resultados, permitiendo gran cantidad de combinaciones en torno a la obtención de un resultado deseado.

En lo relacionado con las variables de inversión, el capital aportado por los dueños de la empresa sirve como base para realizar el cálculo del valor mínimo a retribuir, el cual

debe ser superior al costo del capital (Vocino 2002), obligando a combinar los demás factores en búsqueda de su satisfacción. La combinación de estos factores contempla decisiones importantes, que van desde decisiones de financiación, pasando por todos los aspectos operativos de la empresa como producción, compras de materias primas e insumos, dirección de personal y costos, así como por todos los elementos inherentes al mercado, establecimiento de precios, mercados objetivo, políticas de promociones y descuentos, etc.

Pero independientemente de la posibilidad de consecución o no de un incremento en esta variable, se plantea un interrogante en torno a si conseguir un retorno sobre el capital superior contribuye a la generación de valor o no en la organización. En términos generales puede establecerse una gran relación a este resultado con la generación de valor, pero no se puede dejar pasar por alto el hecho que el retorno sobre el capital es un indicador basado en la contabilidad de causación, lo que ha sido planteado en este documento como una deficiencia que puede inducir al error, porque bajo las condiciones actuales de globalización, la generalidad en la medición de generación de valor se mide tomando como base la contabilidad de caja.

De esta forma, el retorno del capital adolece de varios inconvenientes como indicador de resultados, entre los cuales sobresalen la influencia recibida por las prácticas contables, las cuales pueden variar de un sitio a otro por la flexibilidad permitida en algunas cuentas, según la legislación aplicable, generándose la posibilidad de aplicación de criterios personales de quien se encarga de la recolección y análisis de información contable, en aspectos tan importantes como la valoración de inventarios, las provisiones, los métodos de depreciación y amortización, entre otros, existiendo la posibilidad de obtener resultados distintos, perdiéndose en parte la objetividad requerida para considerar un indicador de resultados como válido.

Por otro lado, el retorno sobre el capital está contaminado por la estructura de capital, produciendo resultados distintos según sea la estructura de financiación de la empresa, entre capital propio y de terceros. La deficiencia como indicador en este sentido,

obedece a ser calculado como una relación entre la utilidad neta después de impuestos y el patrimonio neto contable, la imprecisión se presenta con la cuenta de la utilidad neta, por ser ésta producto de la utilidad antes de intereses e impuestos, menos los intereses y los impuestos, presentando variación en el resultado, de acuerdo a los intereses pagados, o peor aún, por los movimientos presentados en las tasas de interés en el mercado financiero, incluso por factores económicos totalmente ajenos a la organización, generando la posibilidad de presentar una variación en los resultados de este indicador, que no mantienen relación con la gestión de la empresa. (Dumrauf 2003)

Las variables analizadas anteriormente, consideradas inductores de valor, como son el crecimiento, el aumento de los márgenes de operación y el retorno sobre el capital, contribuyen de una manera positiva a la generación de utilidad, rentabilidad y valor económico agregado, pero no siempre a la generación de valor cuando se hace la medición desde la perspectiva del ingreso y el egreso de efectivo, más aún, al revisar el efecto del retorno del capital, se encuentra un resultado no utilizable como medidor de gestión realizada en un periodo de tiempo determinado en la organización, porque para llegar a mostrar algo importante como indicador, requiere de la elaboración de una serie de ajustes, buscando mostrar el verdadero resultado desde el punto de vista del efectivo generado.

Después de analizar cada uno de los aspectos generalmente considerados como los productores del efecto deseado para el cumplimiento del objetivo básico financiero de las empresas, y en particular el caso del crecimiento, se debe ser cuidadoso al momento de su implementación o de su generalización, en razón a la no linealidad inmersa en las organizaciones y en éstas como parte de un universo no lineal, sería un error emitir una afirmación tan categórica y cartesiana como la de considerar que el incremento de las ventas, el retorno del capital y el incremento de los márgenes operativos pueden aplicarse igualmente en cualquier tipo de empresa como fuentes generadoras de valor.

La aplicación de estos conceptos no generarán los mismos resultados en todas las empresas, como es lógico, habrá condiciones particulares de las organizaciones

mostrarán unos resultados positivos respecto a la generación de valor como consecuencia de su utilización, pero será un porcentaje mínimo respecto al universo de posibilidades; después de analizar cada uno de los anteriores aspectos, podría afirmarse que estos conceptos como inductores de valor, son la excepción frente a lo general, porque por sí solos, el incremento de ventas, el retorno del capital y el incremento de los márgenes operativos, no generarán valor ni ayudan a cumplir el objetivo básico financiero actual en las empresas con ánimo de lucro.

Para esto deberá considerarse la cantidad de elementos y variables incidentes que componen cada uno de estos conceptos, los cuales pueden tener un efecto distinto y en algunos casos contrario al buscado, dependiendo de las condiciones particulares de cada organización o de cada entorno donde se consideren, o lo que es más, tendrá un efecto distinto en cada organización, al considerar el tiempo de su aplicación como otra variable adicional.

Todo esto hace necesario no perder de vista el hecho de que las finanzas son parte de una ciencia social, como es la economía y ésta a su vez es un aspecto de toda una estructura ecológica y social, un sistema viviente formado de seres humanos que se relacionan continuamente entre sí y con los recursos naturales, que, a su vez, son también organismos vivientes, por lo tanto compuesto por una cantidad infinita de elementos vivos cada uno con un propósito particular, imposible de unificar en un momento determinado. (Capra 1982)

DISEÑO METODOLOGICO

Por las características de la investigación, al tener un carácter empírico analítica, se parte de un marco teórico como fase inicial del proceso, por lo cual se acude a investigar fuentes secundarias de temas relacionados con utilidad, rentabilidad, valor económico agregado, valoración de empresas, flujos de efectivo, inductores de valor y crecimiento, además, de los conceptos generales de contabilidad y finanzas sobre los que se soporta el tema de la valoración de empresas.

En una segunda fase se acude al análisis de la valoración de la población motivo de estudio seleccionada para contrastar el comportamiento de las variables a analizar, llevando a cabo simulaciones en algunos elementos componentes del crecimiento y análisis a los inductores de valor de mayor interés, con el fin de conocer si las acciones o las decisiones que se toman generan o no el resultado esperado, de acuerdo a la teoría existente en esta materia.

Para ello, después de la contrastación de la teoría y la práctica, se hace un análisis de las distintas variables consideradas como aportantes a la generación de valor en las empresas, con el propósito de conocer sus efectos como inductores de valor y de esta forma generalizar unos nuevos conceptos, estableciendo las condiciones particulares de estas variables, para lograr el propósito perseguido.

Lo anterior posibilita la tercera y última fase, la interpretación de los resultados arrojados por el trabajo de campo a las empresas motivo de estudio, el cual sirve de experimentación y control para la elaboración de las conclusiones.

TECNICAS DE RECOLECCION DE INFORMACION

1. Revisión de Información: Se acude en primera instancia a la información pública disponible de las empresas del marco muestral, diseñado tomando como población las empresas inscritas en la Cámara de Comercio de Manizales.
2. Se realizan encuestas y entrevistas a las personas encargadas de la dirección de las finanzas y de las decisiones orientadas a la generación de valor en las empresas. Esta información posteriormente se sistematiza, permitiendo llevar a cabo simulaciones con software especializado, al hacer variación en los aspectos de interés para esta investigación, fundamentalmente, los relacionados con el crecimiento de la empresa, para el análisis de los resultados obtenidos.

POBLACION MOTIVO DE ESTUDIO

Se seleccionó como población motivo de estudio para esta investigación las empresas registradas en la Cámara de Comercio de Manizales, catalogadas como grandes por su número de empleados y valor de activos, por varios motivos: el área geográfica comprendida por los municipios de Manizales y Villamaría se convertían en un área que prometía facilidad de acceso a las fuentes de información de las empresas, lo que agilizaba ampliamente la búsqueda y recolección de datos.

Además de lo anterior, se consideró estudiar una población limitada que permitiera de acuerdo al cronograma establecido dar cubrimiento a la totalidad de las empresas seleccionadas dentro de los parámetros de tiempo estipulados y como aspecto fundamental por la creencia que por el volumen de actividad y recursos manejados habría mayor posibilidad de encontrar en cada empresa una buena estructuración en el área financiera, que permitiera tener claridad a sus directivos sobre el propósito financiero a lograr. Este último aspecto se convirtió en definitivo por la complejidad del tema de investigación, el cual no es manejado fácilmente si no se tiene una formación y una educación específica en el campo financiero.

De esta manera, la población seleccionada correspondía a un total de 64 empresas, de las cuales 5 se encontraban en proceso de reestructuración por la ley 550, liquidación o concordato, quedando una población motivo de estudio de 59 empresas. Al ser una población limitada se analizó desde el punto de vista de costos, disponibilidad de tiempo para cumplimiento del cronograma propuesto, posibilidad de desplazamiento y acceso a la información y se decidió la realización de un censo.

De esta población se seleccionaron 3 empresas para la realización de una prueba piloto con el instrumento de recolección de información. De las 56 restantes, 12 se negaron a

responder la encuesta por dificultades de disponibilidad de tiempo y 5 no fueron adecuadamente diligenciadas por considerar que la información solicitada podría en algún momento comprometer información confidencial de la empresa. Por lo tanto se consiguió información completa de 42 empresas incluyendo la información obtenida en la prueba piloto.

Estas 42 representan el 71% de las 59 que componen la población objetivo, obteniéndose una buena cobertura de las empresas estudiadas respecto al total de la población.

DISEÑO DEL INSTRUMENTO PARA LA RECOLECCION DE INFORMACION⁸

Con el propósito de recolectar la información necesaria para la realización del trabajo de campo se diseñó un instrumento tipo encuesta. El instrumento elaborado inicialmente se sometió a un proceso de validación por parte de expertos en el tema motivo de investigación y fue revisado posteriormente de acuerdo a las recomendaciones recibidas. Con éste se llevó a cabo una prueba piloto a tres empresas seleccionadas al azar entre la población motivo de estudio, arrojando como resultado la necesidad de disminuir su tamaño y cambiar algunas preguntas abiertas por otras con opciones concretas a seleccionar para hacer más ágil su diligenciamiento, así como su tabulación.

Lo que permitió llegar a un instrumento definitivo compuesto por 17 preguntas, de las cuales 5 son abiertas y 12 con opciones cerradas para selección, instrumento que también fue sometido a revisión por expertos en estadística, finanzas e investigación, revisando que las preguntas de la encuesta atendieran adecuadamente la necesidad de información que buscaba la investigación.

Por las características técnicas y el nivel de los temas planteados, se realizó la encuesta de forma personalizada a los gerentes generales y gerentes financieros de las empresas del marco muestral con el propósito de brindar acompañamiento y aclaración de dudas a los encargados de su diligenciamiento, igualmente, para obtener información complementaria de acuerdo a las respuestas recibidas en algunos aspectos que ameritaban su complementación. Al orientar el instrumento hacia quienes tienen a su cargo la dirección de la empresa se garantiza el obtener información más confiable, al ser obtenida directamente de quienes tienen el conocimiento y la mayor solvencia en términos de evaluación y valoración de empresas.

⁸ Ver anexo 1: Instrumento de Recolección de Información.

Una vez aplicado el instrumento a las empresas de la población seleccionada se procedió a su sistematización por medio de la utilización de hojas electrónicas, para así, con la ayuda de tablas y gráficos poder mostrar los hallazgos y posteriormente dar una interpretación adecuada a la información recolectada.

El producto de la investigación tomando como base de estudio las empresas grandes con ánimo de lucro de la ciudad de Manizales, permite conocer como es el manejo dado a las principales variables que intervienen para que un resultado de generación de valor se logre. Como elemento fundamental para conseguirlo es necesario conocer cuál es el objetivo básico financiero al que apuntan, con el fin de establecer de esta manera los parámetros mediante los cuales orientan sus estrategias y actuar cotidiano.

Por lo tanto el instrumento utilizado en la realización de esta investigación consta de tres partes que buscan recolectar información relacionada con el objetivo básico financiero, la generación de valor y el crecimiento, de esta forma cada pregunta tiene un propósito claro respecto al fin buscado por la investigación:

I. OBJETIVO BASICO FINANCIERO

Pregunta 1: ¿Cuál es el objetivo básico financiero de la organización?

Presenta cinco alternativas de respuesta para seleccionar una: generación de utilidad, rentabilidad contable, valor económico agregado (EVA), generación de flujo de caja libre y otro (¿Cuál?).

Con la respuesta obtenida se pretende establecer el nivel en que se encuentran respecto al objetivo básico financiero, considerándose ascendente su evolución, partiendo desde utilidad, hasta llegar a la generación de efectivo. Las empresas que se encuentren en búsqueda de utilidad estarán en un nivel de atraso considerable, las que se encuentren en

la búsqueda de rentabilidad habrán superado el nivel básico, sin embargo estarán atrasadas, las que busquen valor económico agregado habrán logrado un buen nivel de evolución pero no se encuentran en el máximo nivel, mientras que las que busquen la generación de efectivo se encuentran acordes a las exigencias del mundo respecto al objetivo básico financiero.

Pregunta 2: ¿Cree que el sistema contable tradicional genera la información suficiente para la toma de decisiones?

Ofrece dos opciones de respuesta, afirmativa o negativa. Permitiendo conocer en primera instancia cual es el concepto general manejado por los directivos sobre este tema. El responder afirmativamente esta pregunta es síntoma de atraso respecto a la forma de realización de análisis financiero, igualmente abre la posibilidad de llevarse a cabo toma de decisiones erradas a causa de las falencias que presenta la contabilidad basada en el principio de causación. Una respuesta negativa no significa que la empresa esté orientada adecuadamente, sin embargo es buen avance el que un directivo tenga conciencia de esta debilidad de la contabilidad tradicional.

Y como segunda medida, en caso de obtenerse una respuesta negativa, la pregunta se complementa con el por qué de esa respuesta, lo que servirá para conocer los motivos por los que los directivos de empresas no consideran suficiente la información presentada por la contabilidad tradicional.

Pregunta 3: ¿De qué forma contribuye la contabilidad de caja en su empresa a la toma de decisiones, que no contribuya la contabilidad tradicional?

Es una pregunta abierta y está orientada a conocer cuál es el uso que se le da a la información relacionada con generación de efectivo. Una respuesta acertada es la generación de valor o generación de excedentes, una respuesta no acertada desde la perspectiva del propósito básico financiero es la que se limita a utilizarla para conocer el estado de liquidez con el fin de atender las necesidades de operación de la empresa, o

como complemento a los informes contables. Una respuesta totalmente desacertada será el afirmar que no contribuye.

II. GERENCIA DEL VALOR

Una vez establecido el objetivo básico financiero al que apuntan las empresas grandes en la ciudad de Manizales, se debe profundizar respecto al tema de gerencia de valor, en razón a que ésta se orienta en las empresas a trabajar en torno a los inductores como forma de lograr su propósito. Los inductores de mayor interés para esta investigación son el crecimiento, el retorno sobre la inversión y el aumento de márgenes operativos, los cuales son considerados por Copeland et. al. (1994) como inductores de valor aplicables a todo tipo de negocios.

Pregunta 5: ¿Qué es para usted la generación de valor desde el punto de vista financiero?

Es una pregunta abierta cuyo propósito es conocer la percepción de este concepto para quienes tienen el liderazgo y por ende la facultad para su implementación en las organizaciones. No es satisfactoria una respuesta asimilada a utilidad o rentabilidad porque éstas se basan en la contabilidad de causación y utilizan algunos parámetros errados de medición de resultados. Una respuesta relacionada con valor económico agregado es aceptable, porque el EVA está fundamentado en la gerencia del valor, sin embargo, no es satisfactoria plenamente por basarse en la contabilidad de causación y se considera satisfactoria una respuesta relacionada con generación de efectivo porque estaría apuntando a un objetivo básico financiero válido en la actualidad.

Pregunta 6: ¿En la empresa hay implementada una estrategia de gerencia de valor?

Con opción de respuesta afirmativa o negativa, busca conocer la cantidad de empresas que tienen establecida esta estrategia, lo que ofrece mayor posibilidad de cumplimiento del objetivo básico financiero válido actualmente. El no tenerla implementada hará

muy difícil el propósito financiero, así los directivos conozcan y manejen el tema, porque para lograr un resultado satisfactorio respecto a la consecución del objetivo básico financiero debe ser partícipe la organización a todos los niveles.

Pregunta 7. ¿La gerencia de valor en la empresa está definida como:

Presenta tres alternativas de respuesta para seleccionar una: (1) como una estrategia corporativa, (2) como acciones lideradas por la gerencia general o financiera o (3) como actividades concretas lideradas por algunos jefes de área.

En las empresas donde se tiene implementada pretende conocer que tan efectiva puede ser su implementación. Una respuesta totalmente satisfactoria es la primera opción, el tenerla como una estrategia corporativa, aceptable será cuando está liderada por la gerencia general o la gerencia financiera y no satisfactoria será su implementación de forma aislada, liderada por algunos jefes de área, porque generará un impacto global mínimo.

Pregunta 8: Enumere acciones o estrategias que considere contribuyen a la generación de valor en las organizaciones.

Es una pregunta abierta que está orientada a las empresas donde tienen implementada una estrategia de gerencia del valor, su propósito es conocer si están bien enfocada hacia un resultado que considere la complejidad inherente en las organizaciones y su entorno, por lo tanto, el responder temas que revisten linealidad y que han sido los tradicionales generadores de utilidad será una respuesta deficiente respecto a su objetivo, una respuesta que involucre elementos cualitativos, que no se orienten de forma directa a la generación de utilidad, sino a generar valor hacia las partes interesadas y en consecuencia hacia la empresa, será una respuesta favorable al propósito básico financiero actual.

Pregunta 9: ¿La empresa considera el incremento del margen operativo como un generador de valor?

Ofrece dos alternativas de respuesta: Si o No.

Busca establecer si los directivos de las empresas motivo de estudio consideran como inductor de valor un aspecto que reviste total linealidad cuando se trata de satisfacer de forma directa, por lo tanto una respuesta positiva será insatisfactoria independientemente de cual sea su objetivo financiero, porque así se tenga implementada una estrategia de gerencia del valor y su objetivo básico financiero sea la generación de efectivo, al utilizar inductores de este tipo de forma directa no se logrará.

Pregunta 10: ¿Qué estrategias utiliza la empresa para el incremento del margen operativo y en consecuencia generar valor?

Es una pregunta abierta, es complementaria a la 9 y busca ratificar que la respuesta afirmativa en este numeral no es satisfactoria, más aún si se sustenta en elementos cartesianos para la consecución de su propósito. Podrá ser satisfactoria la respuesta de esta pregunta si en ella se encuentran incorporados aspectos cualitativos como inductores de valor.

Pregunta 11.1: ¿Considera que el mayor retorno sobre la inversión es un generador de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional?

Presenta posibilidad de responder afirmativa o negativamente y trata de establecer si éste es considerado como un inductor de valor y si para ello se soporta en los registros contables o en la verdadera producción de excedentes de efectivo. Igual que en el caso anterior, el mayor retorno sobre la inversión no es un inductor de valor aplicable de forma directa, éste debe ser el producto de la conjugación de una serie de elementos cualitativos que contribuyen a su logro. El medir su resultado con la contabilidad tradicional es un total error.

Pregunta 11.2: ¿Considera que el mayor retorno sobre la inversión como indicador de generación de valor cuando se mide con base en la generación de efectivo?

La medición del retorno sobre la inversión por medio de la generación de efectivo es acertada, siempre y cuando el resultado se logre como producto de una gestión que proyecte resultados en el mediano y largo plazo y se aleje del corto plazo. Responder afirmativamente permitirá establecer que se tiene claridad por parte de los directivos respecto a la forma de medir la gestión en la empresa de forma acertada, una respuesta negativa podrá interpretarse como un concepto contrario respecto al planteamiento anterior o ratificar el por qué se encuentran desenfocadas las empresas que buscan un objetivo básico financiero distinto a la creación de valor por medio del flujo de efectivo.

Pregunta 12: ¿Qué estrategias utiliza la empresa para conseguir un mayor retorno sobre la inversión?

Es una pregunta abierta que busca conocer las variables que utiliza la empresa para lograr un mayor retorno sobre la inversión, nuevamente considerando la linealidad o la complejidad manejada en cada una de ellas y por lo tanto relacionarla con la capacidad de la empresa para orientar sus esfuerzos hacia el cumplimiento de un propósito financiero adecuado.

III. CRECIMIENTO DE INGRESOS

Uno de los más importantes propósitos de esta investigación es la de establecer si el incremento de los ingresos es un adecuado inductor de valor para las empresas, porque así es considerado de forma generalizada en todo el mundo, para esto las siguientes preguntas del instrumento pretenden obtener información de las empresas que permitan realizar simulaciones con las cifras entregadas por ellas para establecer si realmente

generan valor al analizarse desde la perspectiva de la creación de valor como consecuencia del flujo de efectivo proyectado.

Pregunta 13: ¿Dentro de las metas y/o objetivos generales de la organización se encuentra el incremento de ingresos?

Ofrece dos opciones de respuesta, positiva o negativa y busca conocer si las empresas de la población seleccionada tienen este propósito. El tenerlo servirá para seguir adelante con la evaluación del crecimiento como creador o destructor de valor en cada empresa.

Pregunta 15: Para llevar a cabo el incremento de ingresos requiere inversión en:

Permite seleccionar máximo dos opciones, entre (1) activos fijos, (2) capital de trabajo, (3) Otros activos.

Tiene como propósito conocer donde se enfocará la inversión a realizar. El hacerlo en activos fijos mostrará como la inversión al analizarse desde el punto de vista de la contabilidad tradicional en cada periodo se amortiza en un valor equivalente a la depreciación de los bienes adquiridos, más el costo de financiación de terceros, lo que es igual a una pequeña parte del valor total de la inversión, la cual no se refleja en el momento del desembolso, sino que se difiere en el tiempo.

Si la inversión se tiene proyectada en capital de trabajo, bajo la contabilidad de causación alcanza a reflejarse en el estado de pérdidas y ganancias únicamente el costo de la financiación de terceros, por lo tanto podrá mostrarse de manera rápida utilidad, porque bajo la contabilidad tradicional al realizarse una inversión no se registra el desembolso, pero sí su retribución.

La selección de la opción Otro (¿Cuál?) se asimilará a uno de los dos primeros casos para conocer de forma rápida y general cual podrá ser el efecto al analizarse desde la perspectiva de la contabilidad tradicional.

Las preguntas 4, 14, 16 y 17 no se ubicaron seguidas con el fin de distribuir a lo largo de la encuesta las que pedían cifras concretas de la empresa, para que el encuestado no tuviera una percepción muy fuerte respecto a la exigencia de información que en un momento dado podría ser considerada confidencial.

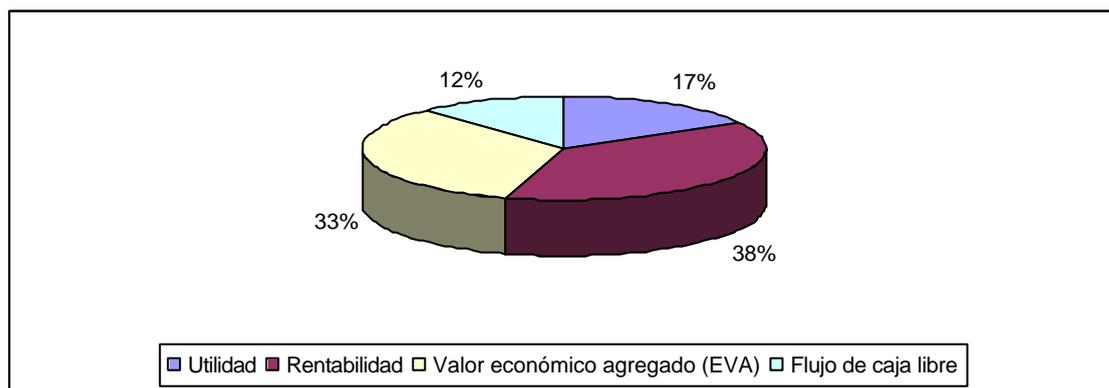
Estas preguntas buscan recoger información de la cuantía de la inversión a realizar y el periodo de tiempo a efectuarse, los valores proyectados de la retribución esperada en generación de efectivo para cada año del periodo relevante del proyecto y calcular por medio del porcentaje de participación tanto de deuda como de patrimonio y su respectivo costo, la tasa de descuento a aplicar a flujos positivos y negativos. Para elaborar con esta información un modelo de evaluación basado en el valor presente neto de los flujos de caja proyectados para cada empresa, con el fin de conocer si con el crecimiento presupuestado genera o destruye valor. Un valor presente neto positivo es sinónimo de generación de valor, mientras que uno negativo equivaldrá a destrucción de valor.

ANALISIS DE RESULTADOS

Como producto de la aplicación del instrumento para la recolección de información en las empresas registradas en la Cámara de Comercio de Manizales clasificadas como grandes, se obtuvo el resultado:

Concepto de directivos de empresas sobre el objetivo básico financiero a alcanzar.

Gráfico No. 2. Concepto de directivos de empresas sobre el objetivo básico financiero a alcanzar.



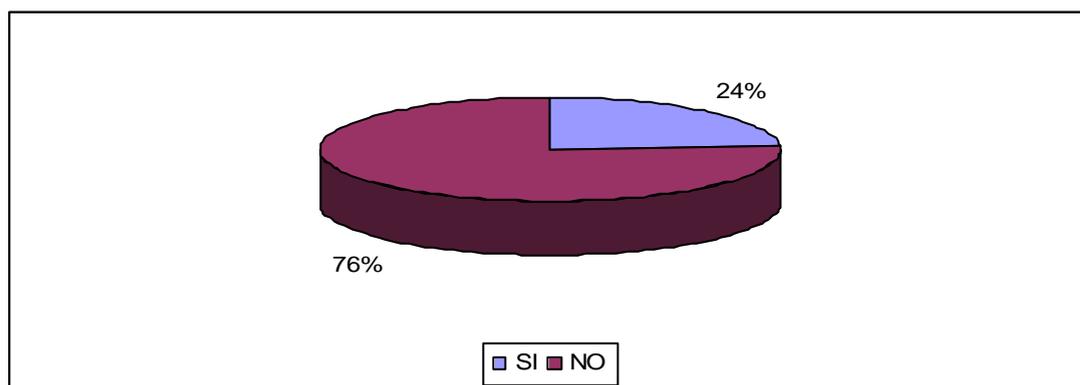
Fuente: Tabla No. 1.

Las empresas motivo de estudio se encuentran en un nivel medio de evolución respecto al objetivo básico financiero a alcanzar, por haber superado en la gran mayoría la etapa básica de búsqueda de utilidad (83%), pero sin haber llegado al nivel máximo de evolución, como es el tener la generación de efectivo como constitutivo de valor, en la que solo se encuentra el 12% de las empresas. El objetivo básico financiero a satisfacer por las empresas en su gran mayoría es la generación de rentabilidad (71%), bien sea desde el punto de vista de la rentabilidad contable (38%) donde se debe satisfacer un interés de oportunidad del inversionista, o desde el punto de vista del valor económico agregado (33%) donde el parámetro de satisfacción mínimo viene dado por el costo del capital tanto de terceros como de los dueños de la empresa.

Aunque en la totalidad de empresas es clara la manifestación de la importancia que tiene la generación de efectivo, solo un porcentaje mínimo de directivos, lo tienen como el objetivo básico financiero a alcanzar. A pesar de haber sido superada por la mayoría de empresas la etapa básica de búsqueda de utilidad, todavía queda un porcentaje, el cual, a pesar de ser bajo respecto al total, puede considerarse alto por las características de las empresas estudiadas, las cuales por su tamaño y el volumen de actividad que manejan, deberían haber logrado esa evolución más fácilmente. El tener un objetivo básico financiero desacertado es la base para la existencia de la posibilidad de que todas las estrategias implementadas y las acciones ejecutadas en la empresa, independientemente de su resultado no generen los frutos deseados desde la perspectiva de creación de valor por la generación de efectivo.

Concepto de los directivos sobre la capacidad de la contabilidad tradicional para generar la información suficiente para la toma de decisiones.

Gráfico No. 3. Concepto de los directivos sobre la capacidad de la contabilidad tradicional para generar la información suficiente para la toma de decisiones.

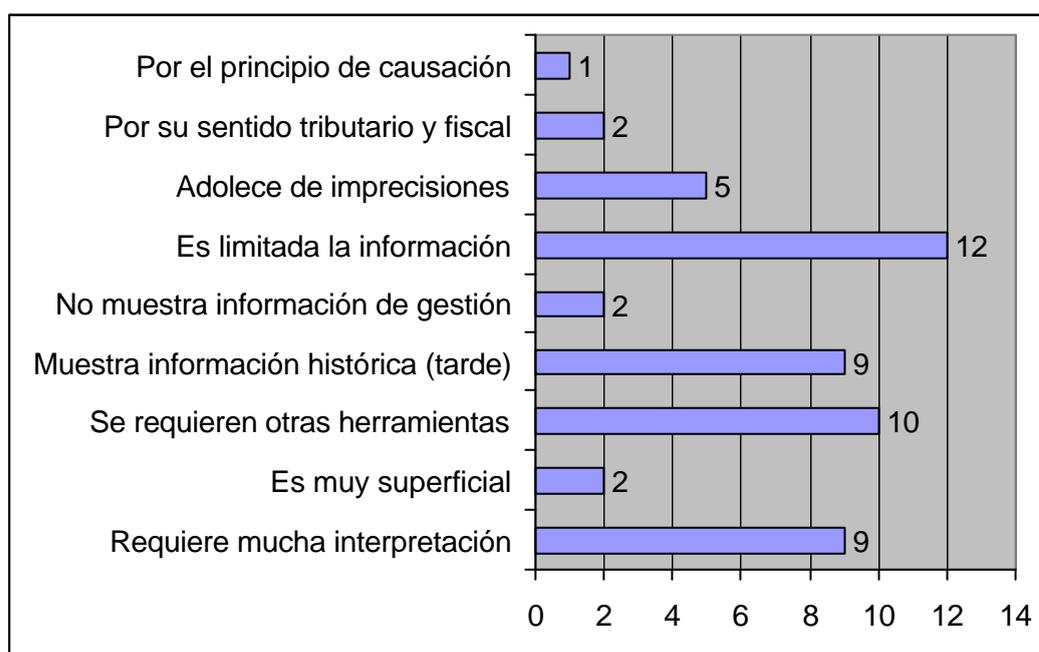


Fuente: Tabla No. 2.

El 76% de los directivos considera que la contabilidad tradicional no brinda la información suficiente para la toma de decisiones, mientras el 24% considera que si lo hace.

Como en el caso anterior, el 24% a pesar de ser una cifra baja respecto al total puede considerarse alta por la incidencia que puede traer para la organización el basarse en un soporte inadecuado de seguimiento a su gestión. Es precisamente la claridad y la utilización de este concepto el que establece en gran parte la diferencia entre apuntar a un objetivo básico financiero acertado o no.

Gráfico No. 4. Razones por las cuales los directivos consideran que la contabilidad tradicional no genera la información suficiente para la toma de decisiones.



Fuente: Tabla No. 3

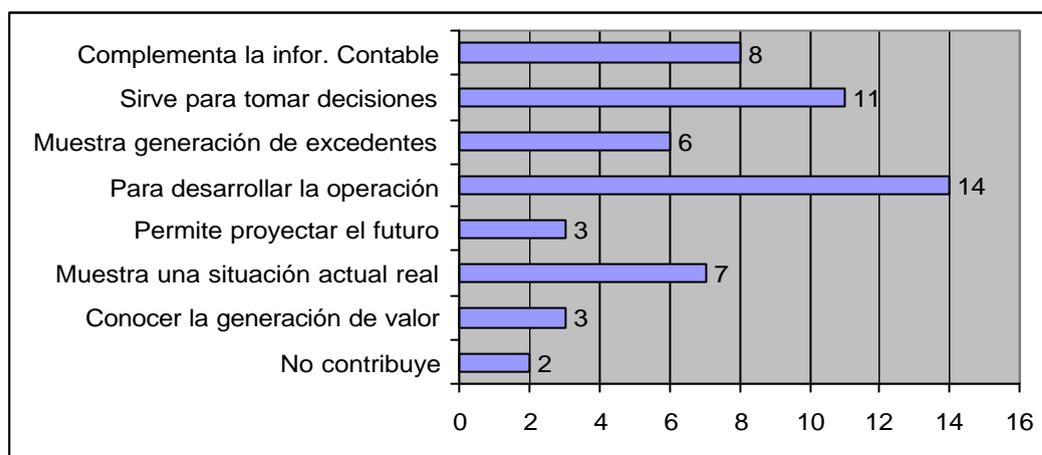
El 76% que considera que la contabilidad tradicional no genera la información suficiente para la toma de decisiones tiene como principal argumento para ello lo limitado de la información que ofrece (12), la necesidad de utilizar otra cantidad de herramientas e informes adicionales que se deben tomar de las mismas fuentes que las

producen (10), el presentar información tardía que no permite la toma de decisiones oportuna (9), considerando demasiado tiempo el transcurrido entre el momento en que ocurren los hechos y el momento en que se obtiene la información para hacer uso de ella, la necesidad de requerirse demasiada interpretación a la información (9), además de adolecer de imprecisiones (5), entre otros motivos.

Los anteriores planteamientos obligan a las empresas a utilizar otro tipo de información para conocer de manera más reciente y de forma precisa el comportamiento y los resultados de la empresa, recurriendo para ello en muchos casos a sistemas de indicadores de cada una de las áreas que producen la información. Las imprecisiones, limitaciones en la información suministrada y la necesidad de acudir a información complementaria de las propias fuentes es consecuencia del efecto producido por algunos de los principios en los que se soporta, como son el principio de causación, de causalidad y de costo, que la convierten en una buena base de información para el gobierno con fines tributarios y fiscales, pero no para la medición del análisis al interior de la empresa y mucho menos para las partes interesadas distintas al gobierno.

Razones por las que los directivos de empresas consideran que contribuye la contabilidad de caja como no lo hace la contabilidad tradicional para la toma de decisiones.

Gráfico No. 5. Razones por las que los directivos de empresas consideran que contribuye la contabilidad de caja que no lo hace la contabilidad tradicional para la toma de decisiones.



Fuente: Tabla No. 4

Los directivos de las empresas grandes de Manizales consideran que la contabilidad de caja contribuye para la toma de decisiones, como no lo hace la contabilidad tradicional en distintos aspectos, entre los que sobresalen las decisiones relacionadas con el desarrollo de la operación (14), es una buena base para la toma de decisiones (11), como complemento a la contabilidad tradicional (8), para conocer la situación real de la empresa (7) y la verdadera generación de excedentes (6).

Permitiendo utilizarla para tomar decisiones relacionadas con inversión, crecimiento y las necesidades de operación, teniendo especial cuidado en mantener la liquidez necesaria para su buen funcionamiento.

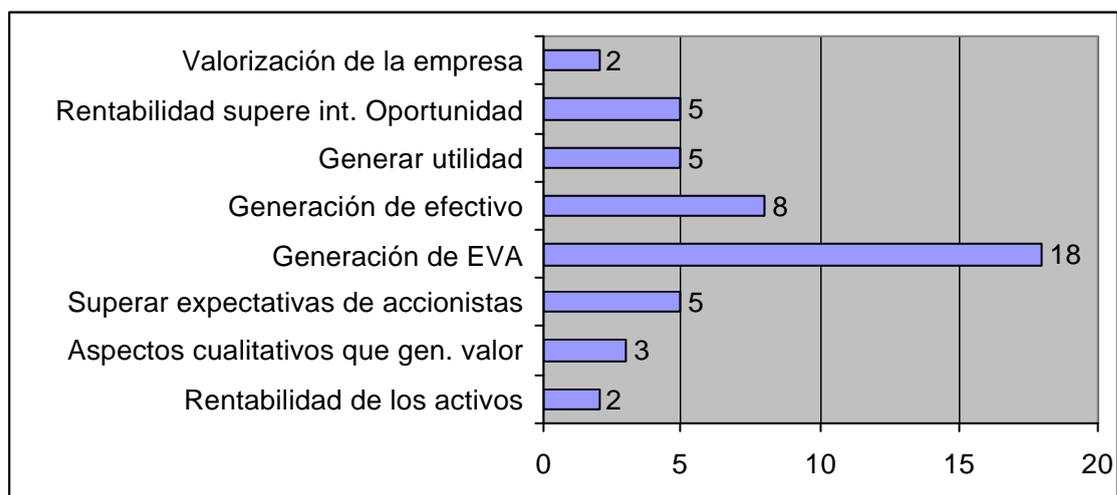
El utilizar la contabilidad de caja como un informe más, anexo a la contabilidad tradicional, significa el seguir aferrados a las cifras producidas por la contabilidad de

causación para establecer si la inversión generó los resultados esperados, lo que es absolutamente consecuente con el objetivo básico financiero al que apuntan, para el caso de los que buscan la generación de utilidad, rentabilidad y en algunos casos valor económico agregado, pero no así para los que persiguen la generación de efectivo, quienes respondieron también de manera consecuente con su propósito, como es el caso de conocer la verdadera generación de valor, proyecta el futuro y mostrar realmente excedentes. Porque la contabilidad de caja no debe ser un complemento a otra cantidad de informes imprecisos presentados por la contabilidad tradicional, debe ser la base primordial para la toda de decisiones y el análisis de resultados en la organización.

III. GERENCIA DEL VALOR:

Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de valor desde el punto de vista financiero.

Gráfico No. 6. Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de valor desde el punto de vista financiero.



Fuente: Tabla No. 5

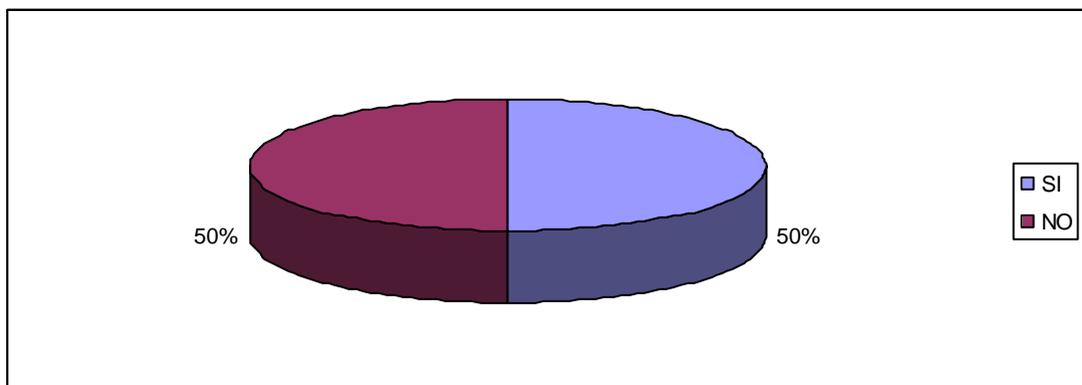
En la gran mayoría de las empresas grandes de Manizales se considera la generación de valor como el cumplimiento del objetivo básico financiero, mediante la satisfacción de

las expectativas de los accionistas o propietarios de la empresa, obteniéndose el mayor número de respuestas en la generación de valor económico agregado (18), la generación de efectivo (8), la generación de utilidad (5), la rentabilidad (5) y la superación de expectativas de los accionistas (5).

Las respuestas obtenidas coinciden en su gran mayoría con el objetivo básico financiero a alcanzar en cada organización, sin embargo, en algunos casos hacen relación a la generación de un valor adicional a lo esperado por los dueños de la empresa o a los parámetros mínimos del mercado, lo que podría interpretarse en cierta forma como la generación de valor económico agregado, por ser este precisamente el planteamiento del EVA, la generación de excedentes que superen un parámetro base. Para los casos en que la generación de valor se establece con la generación de excedentes de efectivo corresponde a un concepto de generación de valor, acorde a los lineamientos de la creación de valor actual.

Información brindada por los directivos sobre la implementación o no de una estrategia de gerencia de valor en la empresa.

Gráfico No. 7. Información brindada por los directivos sobre la implementación o no de una estrategia de gerencia de valor en la empresa.



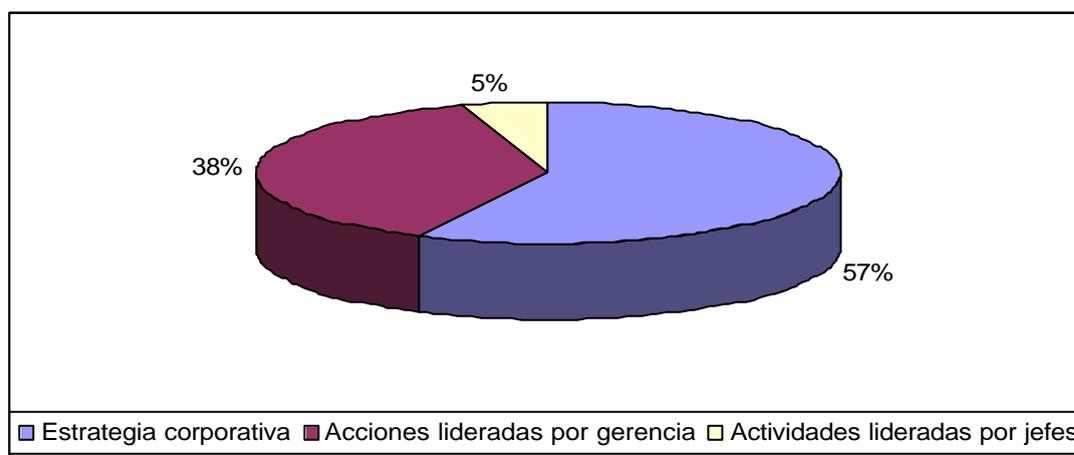
Fuente: Tabla No. 6.

En el 50 % de las empresas grandes de Manizales se tiene implementada formalmente una estrategia de generación de valor, el otro 50% no la tienen implementada.

A pesar de tenerse implementada una estrategia de generación de valor, no servirá de mucho el tenerla enfocada hacia un objetivo desacertado o utilizar dentro de los parámetros para su logro variables revestidas de linealidad que dejan de lado la verdadera esencia de complejidad inmersa en cada organización.

Información brindada por los directivos de empresas sobre como está definida la estrategia de gerencia de valor en las empresas donde la tienen implementada.

Gráfico No. 8. Información brindada por los directivos de empresas sobre como está definida la estrategia de gerencia de valor en las empresas donde la tienen implementada.



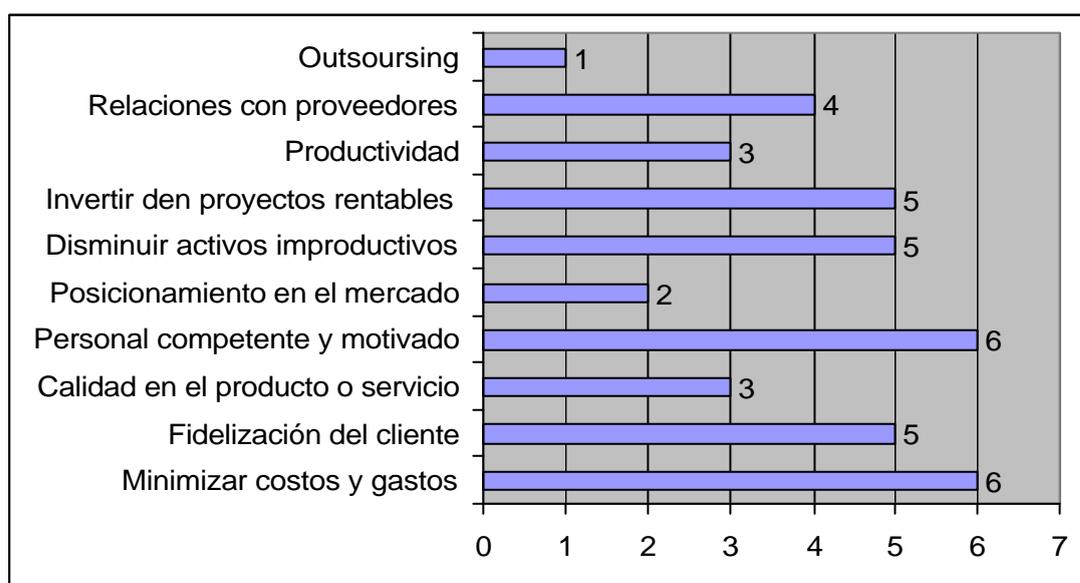
Fuente: Tabla No. 7.

En el 57% de las empresas grandes de Manizales que tienen implementada la gerencia del valor, está definida como una estrategia corporativa, en el 38% de ellas como acciones lideradas por la gerencia general o financiera y en el 5% como acciones lideradas por algunos jefes de áreas.

Lo que puede interpretarse como algo positivo, al ser la gran mayoría estrategias corporativas y lideradas por la alta dirección de las empresas, garantizando en cierta forma su implementación y ejecución, sin embargo, en algunas de estas empresas su objetivo básico financiero no es la generación de valor desde la perspectiva de la generación de efectivo, haciendo que estas estrategias y decisiones no siempre obtengan un verdadero resultado de generación de valor.

Información brindada por los directivos de empresas de los parámetros sobre los que está implementada la estrategia de gerencia de valor en la empresa.

Gráfico No. 9. Información brindada por los directivos de empresas de los parámetros sobre los que está implementada la estrategia de gerencia de valor en la empresa.



Fuente: Tabla No. 8.

Como parte de la estrategia basada en la gerencia del valor, se consideran acciones conducentes a su logro, las relacionadas con aspectos tanto cuantitativos como cualitativos, entre los cuantitativos se destacan, algunos como la disminución de costos y gastos (6), la disminución de activos improductivos (5) y el invertir en proyectos que generen una retribución superior al costo de los recursos (5). En cuanto a aspectos

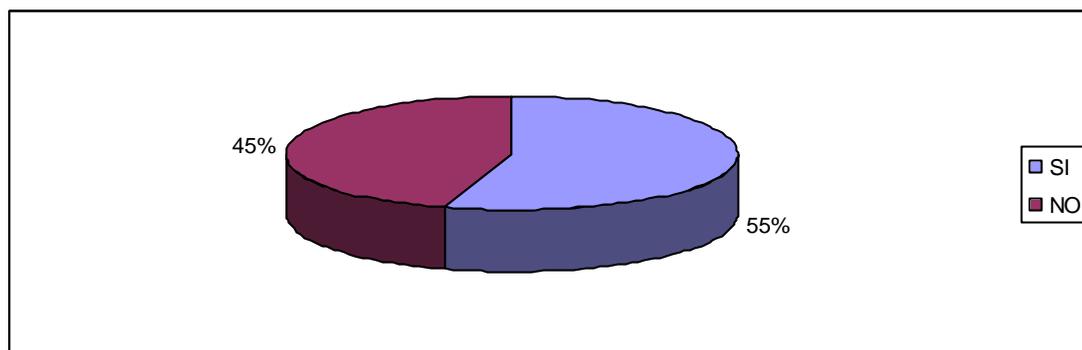
cualitativos se destacan algunos como la motivación y las competencias del personal (6), la fidelización del cliente (5) y el mantener unas buenas relaciones con los proveedores (4).

Los aspectos cualitativos al sumar una cifra cercana al 50% de las respuestas recibidas, se convierte en un aspecto positivo respecto a la percepción de la complejidad inherente en las empresas por parte de sus directivos, porque cada uno de estos aspectos cualitativos generadores de valor requieren inversión de recursos, los cuales bajo la perspectiva de la linealidad no se harían por atender contra aspectos tan importantes como el aumento de márgenes operativos o en contra del retorno sobre el capital.

A pesar de encontrarse esta concepción de la empresa como un sistema complejo, también se encuentra en un porcentaje similar una visión lineal de la forma de logro de generación de valor, al considerar como estrategias a implementar para su consecución aspectos tales como la reducción de costos y la disminución de activos improductivos, basados en los fundamentos de la búsqueda de utilidad o rentabilidad como objetivo básico financiero.

Concepto de los directivos de empresas sobre si consideran el incremento del margen operativo como generador de valor en la empresa.

Gráfico No. 10. Concepto de los directivos de empresas sobre si consideran el incremento del margen operativo como generador de valor en la empresa.



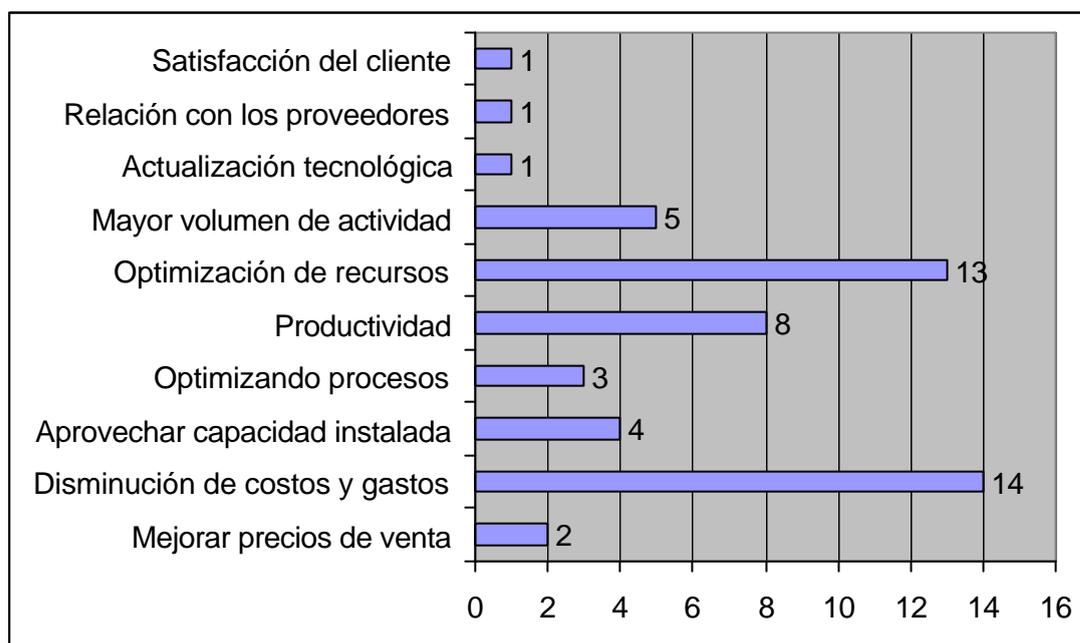
Fuente: Tabla No. 11.

El 55% de los directivos de las empresas grandes de Manizales considera al incremento de márgenes operativos como generadores de valor, mientras que el 45% dice que no lo es.

Lo que se traduce en que más de la mitad tiene una percepción errada respecto al margen operativo al considerarlo como un inductor de valor acertado para el cumplimiento del objetivo básico financiero. Se tiene esta concepción por lo que sido tradicionalmente la revisión de informes de gestión en sus empresas, para lo cual han utilizado como soporte la información arrojada por los indicadores financieros basados en la contabilidad de causación, mostrando que entre mayores sean los márgenes operativos de mejor forma se está contribuyendo a la obtención de una mayor utilidad y provocando así la toma de decisiones orientadas a su incremento de forma directa.

Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utiliza para el incremento del margen operativo en la empresa y en consecuencia la generación de valor.

Gráfico No. 11. Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utiliza para el incremento del margen operativo en la empresa y en consecuencia la generación de valor.



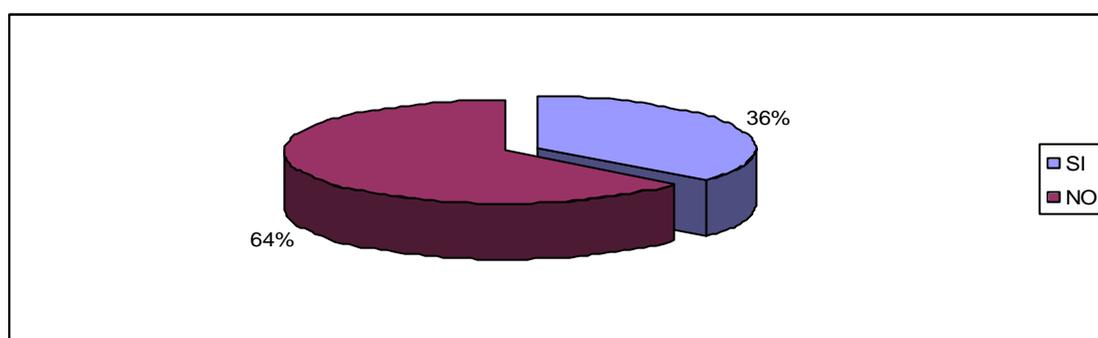
Fuente: Tabla No. 10.

Entre las estrategias sobre las que se fundamenta el incremento del margen operativo de la empresa como sinónimo de creación de valor está la disminución de costos y gastos (14), la optimización de recursos (13), la productividad (8) y el mayor volumen de actividad (5), entre otros.

Estos son aspectos de carácter cuantitativo y lineal, lo que se convierte en una respuesta totalmente coherente frente a lo que se espera de quien considere al incremento del margen operativo como un inductor de valor, si se tiene en consideración que el margen operativo en la actualidad no es la causa de generación de valor, sino la consecuencia del manejo adecuado de una serie de aspectos de índole cualitativo.

Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como indicador de generación de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional.

Gráfico No. 12. Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como indicador de generación de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional.



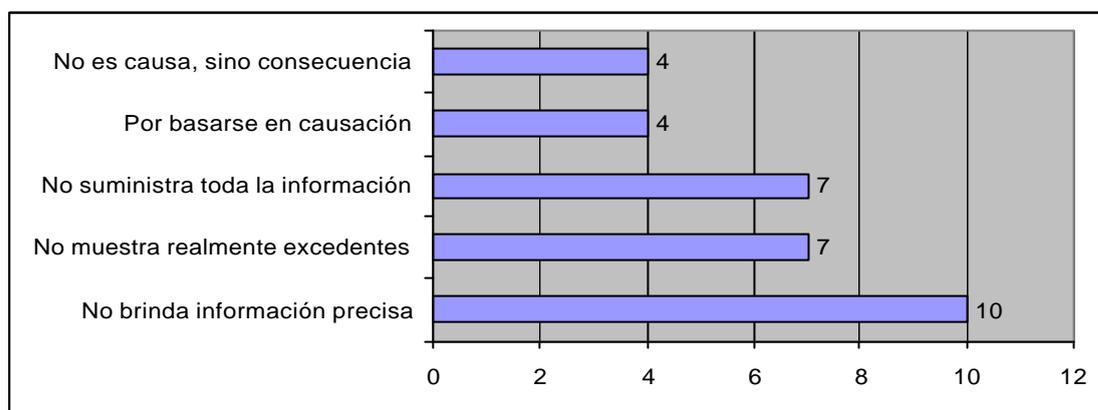
Fuente: Tabla No. 11.

La mayoría de los directivos (64%) no considera el mayor retorno sobre la inversión como indicador de generación de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional, mientras que el 36% si lo hace.

Esta respuesta nuevamente ratifica como un número importante de directivos de las empresas estudiadas utilizan la contabilidad tradicional para llevar a cabo el seguimiento de la gestión en la empresa, incurriendo así en el error de hacer una medición inadecuada respecto al cumplimiento de su propósito, porque si la contabilidad tradicional, como ellos mismos lo dicen no brinda la información suficiente para la toma de decisiones por una serie de argumentos que revisten de total validez, no habría de servir con su cúmulo de limitaciones e imprecisiones para medir un resultado tan importante como es la retribución a los inversionistas por su dinero colocado en la empresa. La razón por la que se utiliza obedece principalmente a la disposición de información del sistema contable, el cual al presentar un carácter de

obligatoriedad tributario y fiscal permite en cada periodo preparar algunos informes, los cuales han servido tradicionalmente para obtener este tipo de información.

Gráfico No. B. Concepto de los directivos de empresas sobre porque no consideran al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional.



Fuente: Tabla No. 12.

Entre las principales razones por las que la mayoría de directivos consideran que al basarse en la contabilidad tradicional no se tiene una adecuada medición se encuentra el no presentar una información precisa (10), no suministrar toda la información requerida para realizar los análisis (7), no mostrar realmente los excedentes generados por la empresa (7) y por basarse en el principio de causación (4). Además algunos directivos consideran que el retorno sobre la inversión no es un inductor de valor al no ser causa, sino consecuencia de la buena gestión en la empresa (4), la que se logra no solo con aspectos cuantitativos, sino soportada en la utilización de elementos cualitativos.

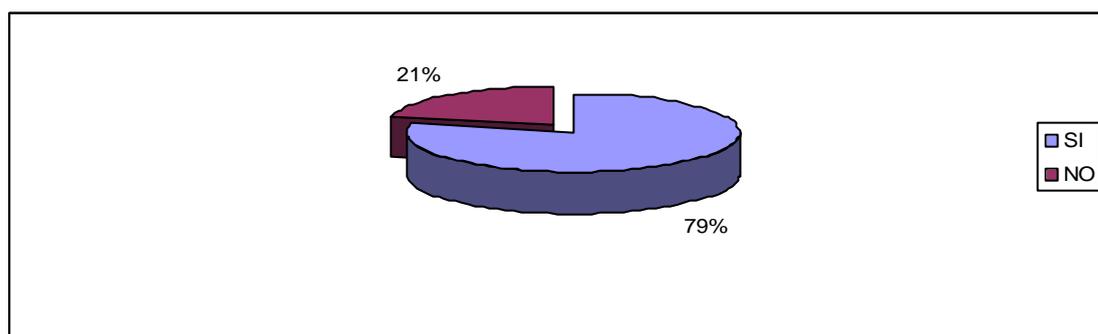
Los motivos expuestos por quienes consideran esta medición inadecuada confirman las deficiencias y limitantes de la base sobre la que se soporta la contabilidad de causación.

Pero, a pesar de ser mayor el número de directivos que tienen un concepto acertado respecto a la contabilidad tradicional como herramienta de medición para este propósito, es demasiado alto (36%) el número que si lo considera válido, porque en la actualidad la

totalidad de directivos de empresas deberían tener absoluta claridad sobre las limitaciones presentadas por esta información, pero sobre todo, no hacer uso de ella con este propósito.

Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la generación de efectivo.

Gráfico No. 14. Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la generación de efectivo.

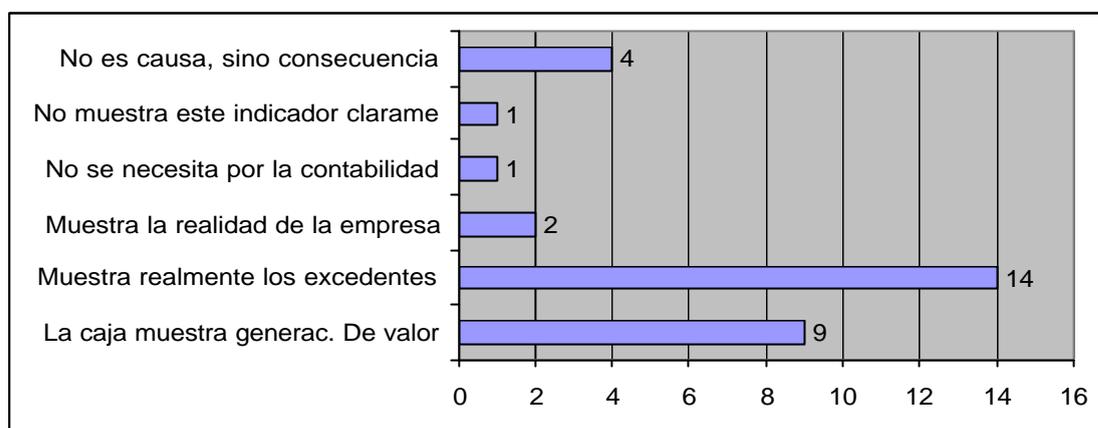


Fuente: Tabla No. 13.

La mayoría de los encuestados (79%) ve en la información arrojada por la contabilidad de caja un buen soporte para conocer si se da o no retorno sobre la inversión, sin embargo es demasiado alto el porcentaje que no lo considera así (21%).

El obtener este tipo de respuestas confirma la existencia de un claro conocimiento las limitantes y deficiencias presentadas por la contabilidad tradicional respecto a la medición de cumplimiento del propósito al que se debe apuntar en la empresa bajo los parámetros actuales.

Gráfico No. 15. Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de efectivo como medida de un mayor retorno sobre la inversión.



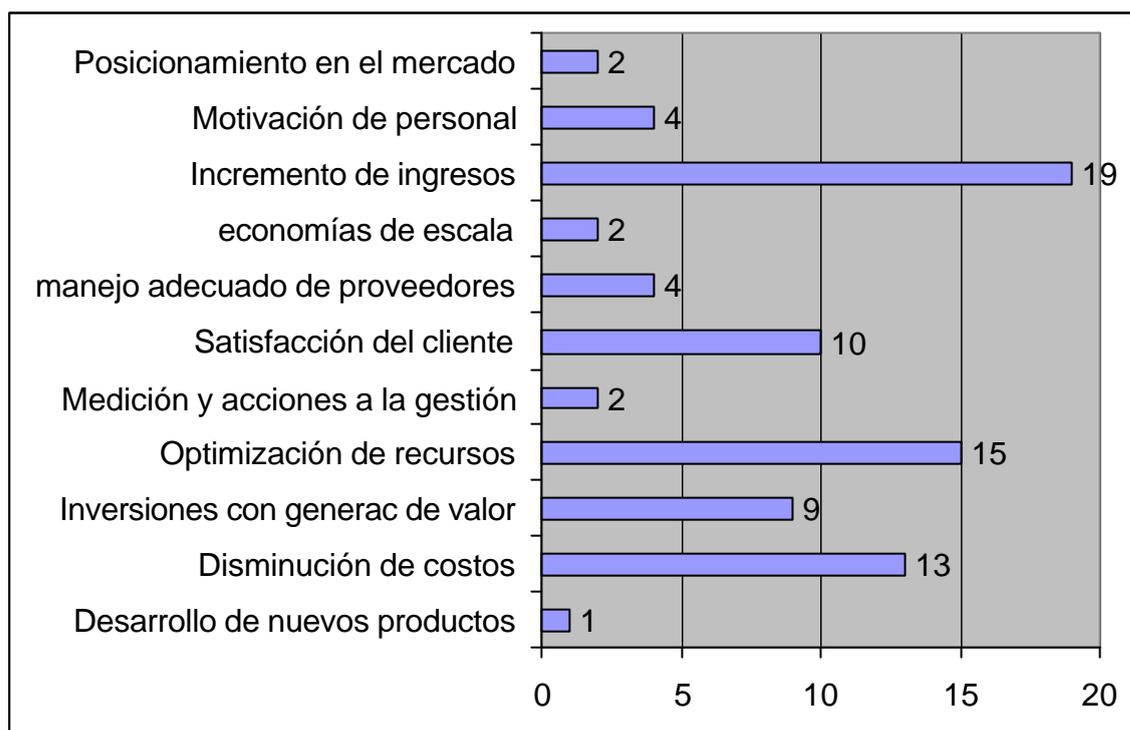
Fuente: Tabla No. 14.

Los motivos por los que consideran la contabilidad de caja como un buen indicador respecto a la generación de valor obedecen en primer lugar a que muestra realmente los excedentes generados por la empresa (14) y a que el efectivo muestra realmente la generación de valor (9), sin embargo, nuevamente se encontró la respuesta referente a que el retorno sobre la inversión no es una causa, sino la consecuencia de los verdaderos inductores de valor en las empresas (4).

Estas respuestas satisfactorias relacionadas con el propósito de la contabilidad de caja están totalmente ligadas con aspectos en las empresas que las colocan en un ambiente de globalización, bien sea porque tienen participación extranjera en su propiedad o porque las condiciones del mercado que atienden trasciende las fronteras del país, obligándolas a ajustarse a los parámetros de medición y de gestión utilizados en el contexto internacional.

Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utilizan para lograr un mayor retorno sobre la inversión.

Gráfico No. 16. Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utilizan para lograr un mayor retorno sobre la inversión.



Fuente: Tabla No. 15.

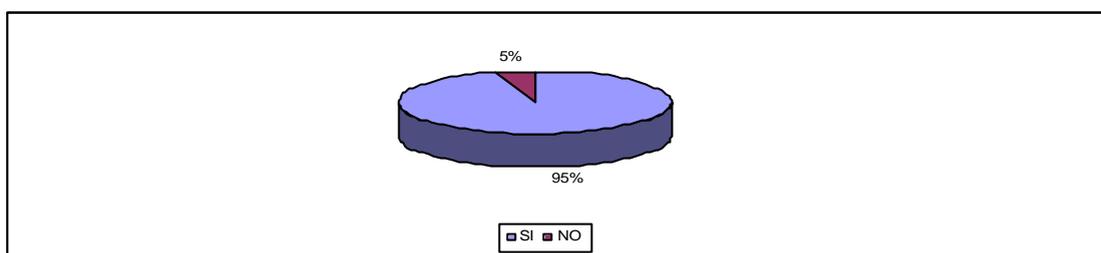
Las empresas grandes de Manizales presentan como el mayor argumento para el logro de un mayor retorno sobre la inversión el incremento de los ingresos (19), en segundo lugar la optimización de recursos (15) y seguidamente la disminución de costos (13).

A pesar de existir otros elementos de carácter cualitativo considerados como generadores de un superior retorno sobre la inversión, la mayoría de las estrategias tienen una connotación de linealidad y en consecuencia los elementos que responden adecuadamente a las condiciones de complejidad de la organización y su entorno, como la satisfacción del cliente, el posicionamiento de la marca y el producto en el mercado y la motivación del personal alcanzan una consideración mínima.

III. CRECIMIENTO DE INGRESOS:

Concepto de los directivos de empresas sobre el incremento de ingresos presupuestado.

Gráfico No. 17. Concepto de los directivos de empresas sobre el incremento de ingresos presupuestado.



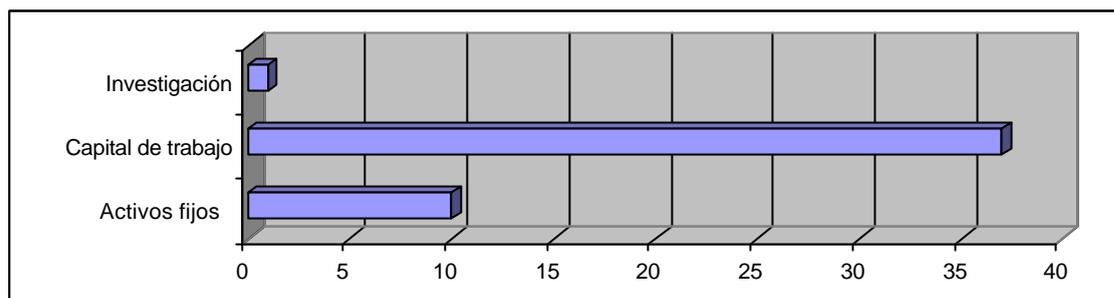
Fuente: Tabla No. 16.

La gran mayoría de las empresas grandes de Manizales (95%) tienen presupuestado crecimiento, al ser considerado como uno de los inductores de valor más importantes, independientemente de cual sea su objetivo básico financiero o si para medirlo utilicen la contabilidad de causación o de caja. Este propósito de crecimiento oscila en un rango que va desde el 4 hasta el 25% anual, buscado principalmente por medio de una mayor cobertura de mercado, en menor grado por la ampliación del mercado objetivo y en algunos pocos casos por el aumento de líneas de productos.

Después de la percepción de los conceptos que tienen los directivos de empresas grandes de la ciudad de Manizales, plasmados en las anteriores respuestas, es normal encontrar como un propósito generalizado el crecimiento de la empresa, porque éste generará unos resultados satisfactorios al medirlos utilizando la contabilidad de causación.

Concepto de los directivos de empresas respecto a donde enfocarán la inversión para atender el incremento de ingresos presupuestado.

Gráfico No. 18. Concepto de los directivos de empresas respecto a donde enfocarán la inversión para atender el incremento de ingresos presupuestado.

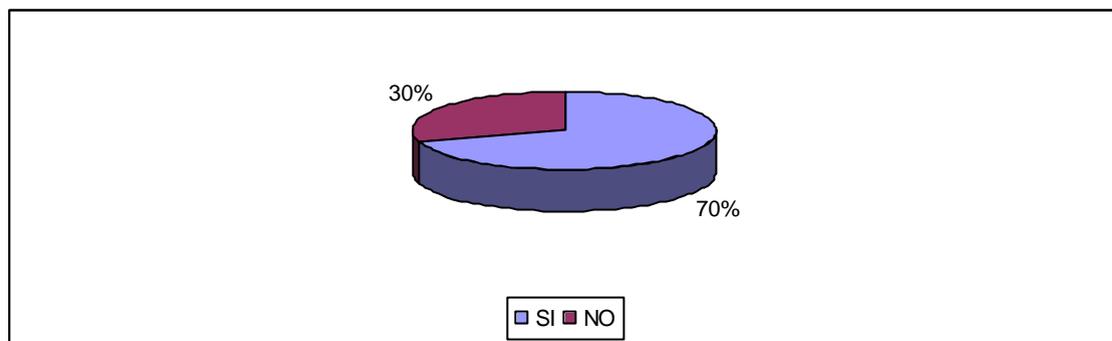


Fuente: Tabla No. 17.

Para el logro de este propósito casi la totalidad de las empresas presupuestan realizar inversiones representadas en capital de trabajo (37) y en algunos casos en activos fijos (10). Una de las empresas motivo de estudio tiene como propósito destinar parte de sus recursos a la investigación, lo que bajo la contabilidad tradicional podría manejarse bien sea como gasto del periodo en que se realice o como inversión para diferir en el tiempo, la empresa encuestada acostumbra diferirla en el tiempo, por lo tanto podría asimilarse su contabilización a un activo fijo para efectos de esta investigación.

La inversión en capital de trabajo tiene como propósito financiación de la nueva cartera generada, la adquisición de materias primas e insumos para el mayor volumen de actividad y publicidad para abrir mercado al excedente de productos que se coloque en él, por lo que normalmente es una inversión que no se refleja en su totalidad en el estado de resultados, sino que va a hacer parte del balance general como mayor valor de los activos, al contabilizarse de esta forma no muestra el verdadero costo que tiene para la empresa, solamente alcanza a registrarse de forma directa el costo de la parte de recursos que son financiados por terceros.

Gráfico No. 19. Resultado del cálculo del valor presente neto de los flujos de efectivo proyectados por la inversión y su retribución, descontadas al costo de capital calculado con las cifras entregadas por los directivos de empresas con base en el presupuesto de crecimiento.



Fuente: Tabla No. 18.

En cuanto a la creencia de generación de valor por el crecimiento se encontró como el 30% de las empresas estudiadas proyectan pérdida de valor a consecuencia del crecimiento presupuestado, lo que se pudo establecer utilizando las cifras presentadas por ellas en lo relacionado con la cuantía del proyecto de inversión, presupuesto de retribución en efectivo en el tiempo, porcentaje de participación de la financiación del proyecto de crecimiento y el costo de capital tanto de los recursos de terceros como de los dueños del proyecto.

Es necesario aclarar que para todas las empresas la evaluación que hacían de sus proyectos de incremento de ingresos arrojaban unos resultados positivos respecto al cumplimiento de su objetivo básico financiero, el cual les permitía la generación de utilidad, rentabilidad, valor económico agregado o flujo de efectivo. Sin embargo, estos cálculos permiten concluir que el crecimiento de ingresos no es un inductor de valor, el que se considere como tal de forma generalizada y además las cifras les muestren unos resultados aparentemente satisfactorios a las empresas por su realización, obedece primero que todo a tener un objetivo básico financiero errado y en segundo lugar como consecuencia a la medición inadecuada de los resultados al utilizar para ello la contabilidad tradicional basada en el principio de causación.

Al llevar los valores recogidos de las empresas al análisis financiero del valor presente neto se obtiene como resultado una cifra, positiva o negativa, que representa el fundamento para afirmar si el incremento de ingresos se refleja como una generación o destrucción de valor al analizarse la creación de valor desde la perspectiva de generación de efectivo. De esta manera, un valor presente neto positivo significa creación de valor a consecuencia de la generación de los flujos de efectivo de la inversión a realizar tendiente al incremento de ingresos en la empresa.

Este valor positivo es el resultado de llevar los flujos de efectivo del proyecto a valor presente a una tasa de descuento igual al costo del capital promedio ponderado de los recursos utilizados para su financiación, lo que significa que además de pagarse todos los costos y gastos de operación y cubrirse los costos de financiación de los recursos empleados en el proyecto, tanto de terceros como de los dueños, se está generando un excedente que se constituye en la verdadera generación de valor, es decir, en un premio adicional que el inversionista recibe después de haber conseguido la retribución esperada de su inversión.

Lo anterior se traduce en que el proyecto de incremento de ingresos en la empresa es generador de valor tanto para ésta como para sus dueños, creación de valor que se logra en el 70% de las empresas analizadas⁹. Sin embargo, en el 30% restante se obtiene un resultado contrario al deseado¹⁰, es decir, el proyecto de inversión y de recuperación de flujos de efectivo con el fin de lograr un mayor incremento de ingresos genera pérdida de valor, como se puede ver en las tablas donde el resultado del valor presente neto es negativo.

Es importante destacar como para este 30% de empresas cuyo resultado final es la pérdida de valor a consecuencia del crecimiento al analizarse desde la perspectiva de la generación de efectivo, cuando hicieron sus propios análisis obtuvieron resultados positivos al analizarlos desde el punto de vista de generación de utilidad, rentabilidad y

⁹ Ver tablas: 19,20,22,23,26,31,32,34,35,36,37,39,42,43,44,45,46,47,48,49,51,52,53,54,55,56,57 y 58.

¹⁰ Ver tablas: 21,24,25,27,28,29,30,33,38,40,41 y 50.

valor económico agregado, es así como se presenta en el anexo 5, el cual muestra de manera simplificada la información de una de las empresas estudiadas (empresa 18), con que se obtiene una utilidad superior a medida en que se incrementan porcentualmente los ingresos, partiendo de las cifras básicas sin incremento de ingresos tabla 63, posteriormente haciendo una simulación con un incremento de ingresos del 5% en la tabla 64 y terminando con un incremento de ingresos del 10% en la tabla 65.

Como se presenta en estas tres tablas, a medida que los ingresos crecen y se reflejan en una mayor utilidad, igualmente se presenta una pérdida de valor en la empresa, ya que cuando no hay crecimiento de ingresos y se muestra una utilidad de 357 su valor es de 190,77. Cuando se incrementan sus ingresos en 5% la utilidad aumenta a 443 y el valor de la empresa disminuye a 141,54 y cuando los ingresos se incrementan hasta el 10% se obtiene una utilidad todavía mayor, de 555 mientras por el contrario se genera una mayor pérdida de valor, al llegarse a una cifra de 74,35. Estos valores presentados en los gráficos 20 y 21 (comparativos) permiten ratificar el efecto negativo sobre el valor que puede tener el incremento de ingresos, así como la distorsión de la información contable al mostrar unos resultados positivos desde su perspectiva cuando realmente no lo son. El gráfico 20 presenta una pérdida de valor a medida que se incrementan porcentualmente los ingresos de la empresa, mientras que el gráfico 21 bajo los mismos parámetros arroja unos resultados positivos ante los mismos incrementos porcentuales analizados en el gráfico 20.

Como se mencionó en el marco teórico de este trabajo cuando se citó a Weston y Copeland (1995), la creación de valor en la actualidad implica considerar el valor del dinero en el tiempo, el grado de riesgo en el flujo de ingresos y la calidad y frecuencia de esos flujos de ingresos futuros. De esta manera, al analizar la información recogida en el trabajo de campo, a pesar de que las cifras en cada empresa cuentan con un soporte en conocimiento del negocio, estadísticas, información de mercado, información contable, evaluaciones de proyectos y demás información requerida en cada caso en particular para considerar que la proyección puede darse según lo presupuestado, cada situación está sujeta a unos niveles de riesgo propios del negocio, de la actividad que

desarrollan, de la variabilidad del mercado, de la legislación aplicable, de las variaciones de la moneda nacional y extranjera, de la inflación y una cantidad innumerable de aspectos operativos, de mercado, económicos, financieros, tributarios, legales, sociales y demás elementos que puedan tener alguna incidencia sobre sus resultados.

Situación que hace que la calidad y frecuencia de los flujos de efectivo tengan una alta posibilidad de variación con el transcurrir el tiempo, sin embargo por ello no se pueden dejar de realizar los presupuestos y estimaciones futuras, al fin y al cabo es un riesgo que se asume al momento de realizar la valoración de una empresa por medio de la utilización del flujo de caja libre.

Para el propósito de esta investigación el que se den en el tiempo o no los resultados presupuestados en generación de efectivo por los directivos de las empresas no tiene significación considerable, lo que realmente interesa es comprobar si con las cifras presentadas por ellos desde sus puntos de vista y desde las distintas posibilidades de objetivo básico financiero a alcanzar, considerados por ellos como los acertados, se crea o se destruye valor al analizarse desde la perspectiva de generación de efectivo.

Es importante aclarar que los cálculos del valor presente neto realizados en cada empresa no cumplen con la totalidad de requisitos al momento de llevar a cabo la valoración de la empresa, en razón a que por las condiciones de la investigación se dificulta la recolección de la totalidad de la información, tanto por el tiempo que ésta requiere, como por la confidencialidad que se maneja en cada una de las empresas. El más importante y fundamental elemento no considerado explícitamente en la información recolectada es el riesgo en todas sus dimensiones, en razón a que a pesar de ser incorporado en cierto grado en la tasa del costo de capital, tanto de terceros como de los dueños de la empresa, se debe llevar a cabo un estudio más detallado para establecer cada uno de los distintos elementos que lo conforman y así establecer su costo para la empresa y en consecuencia su incidencia en el valor final.

El riesgo se encuentra inmerso en cualquier tipo de evaluación que implique proyecciones y más en periodos de tiempo tan largos y se hace patente aún más bajo las condiciones de incertidumbre en que se manejan una cantidad de variables tanto al interior como en el entorno de las empresas, haciendo que las cifras calculadas o presupuestadas a una fecha determinada, puedan ser totalmente diferentes al día siguiente, sin embargo, es claro que a pesar de la existencia del riesgo, el método de valoración de empresas por medio de la proyección de flujos de caja futuros es el que reviste mayor validez actualmente en el mundo y sobre el cual se soporta el mayor número de transacciones con empresas.

CONCLUSIONES¹¹

El objetivo básico financiero para las empresas con ánimo de lucro ha sufrido un proceso de evolución, empezando desde la búsqueda de utilidad, pasando por la generación de rentabilidad y valor económico agregado, hasta llegar al objetivo actual enfocado en la generación de flujo de efectivo como sinónimo de valor, evolución que se ha dado a medida que las condiciones económicas y financieras en el mundo también lo han hecho. Por lo tanto, el único propósito financiero al que deben apuntar las empresas con ánimo de lucro actualmente es hacia la creación de valor por medio de la generación de efectivo, (ver figura 10).

El tener esa claridad permite enfocar su gestión hacia los elementos y actividades que faciliten cumplir de forma sistemática sus propósitos, al igual que realizar evaluaciones previas antes de incursionar en cualquier proyecto de inversión, conociendo de forma anticipada los posibles resultados a obtener desde la perspectiva de generación de valor. Pero son muy pocas las empresas que apuntan hacia este propósito de forma concreta, dando lugar a la posibilidad de obtener resultados distorsionados e incurrir en la pérdida de valor, incluso después de tenerse implementada una estrategia de gerencia de valor.

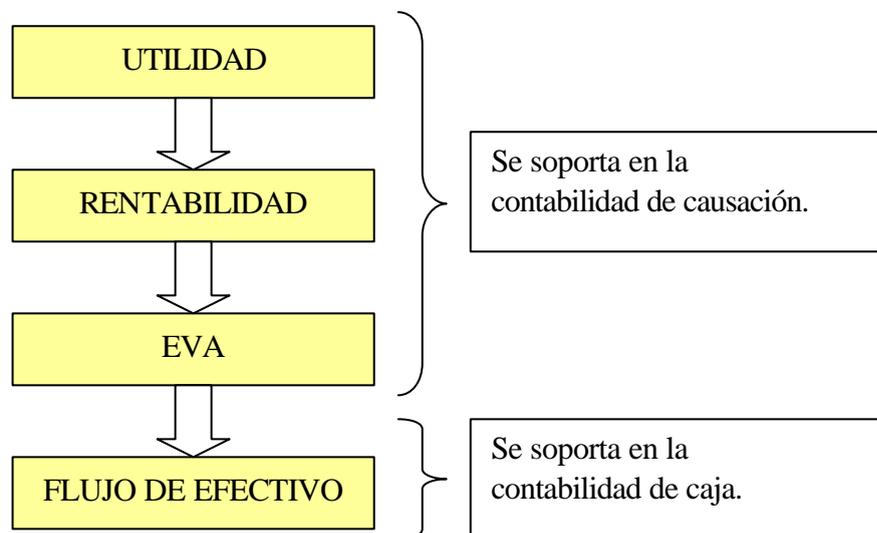
De esta manera, las empresas que todavía consideran un objetivo básico financiero diferente al de creación de valor como consecuencia de las expectativas de generación de efectivo, al apuntar a un propósito desacertado implementan estrategias de gestión desenfocadas y no acordes a las necesidades de las empresas en la actualidad.

Contribuye a incurrir en este error el hecho que en la mayoría de casos las empresas asimilan el objetivo básico financiero al que apuntan, bien sea utilidad, rentabilidad o valor económico agregado, con la generación de efectivo y por ende a la creación de valor. Esta asimilación la hacen a pesar de existir conocimiento sobre las deficiencias

¹¹ Las conclusiones aquí presentadas son elaboradas por el investigador partiendo de la información recogida de las empresas motivo de estudio, contrastándola con el soporte teórico precedente.

de la contabilidad de causación, (Galindo 2001), las cuales tratan de subsanar con la utilización de herramientas complementarias, bien sea indicadores de gestión, informes adicionales obtenidos directamente de cada área de la organización o con la misma contabilidad de caja.

Figura 10. Evolución del Objetivo Básico Financiero y su relación con la contabilidad tradicional.



Fuente: Elaboración propia.

Convirtiendo así a los flujos de efectivo, tanto históricos como proyectados en un soporte más, utilizado para la interpretación de los informes contables y el conocimiento de las necesidades de recursos para atender las actividades propias de la empresa desde el punto de vista de liquidez. Pero no utilizándola con el propósito que debieran, como es el suministrar la información para el establecimiento de los parámetros de desempeño en la organización, permitiendo con esta información la toma de decisiones relacionadas con inversión, crecimiento y demás medidas estratégicas, desde la perspectiva de la creación de valor.

El incremento de los ingresos no siempre es un inductor de valor para las empresas con ánimo de lucro como tradicionalmente se ha considerado, creencia que obedece a la falta de evolución respecto al propósito básico financiero para ajustarse a las condiciones de globalización exigidas por el mundo actual, o por la inadecuada medición de los resultados obtenidos como producto del incremento de ingresos al soportarse para ello en la contabilidad de causación, la que perfectamente puede mostrar unos resultados positivos desde su perspectiva, cuando realmente no lo son al analizarse desde la creación de valor por el flujo de caja libre.

No puede afirmarse de forma generalizada que el crecimiento sea inductor de valor, así para muchas empresas se logre un mayor valor después de un proceso de crecimiento o con la utilización de inductores tradicionales, porque si no se tiene la generación de flujo de caja como perspectiva, así aparentemente se haya conseguido el mayor valor como consecuencia del uso de estos inductores, el resultado positivo no se habrá logrado por éstos sino por elementos diferentes que no alcanzan siquiera a percibir de manera consciente.

Así como no puede afirmarse de manera contundente que el crecimiento es un inductor de valor para las empresas, tampoco podrá catalogársele como destructor de valor; el que actúe de una forma o de otra desde el punto de vista financiero obedece a la forma en que se realice el crecimiento, particularmente la forma de llevarse a cabo el desembolso de la inversión y como se proyecta recibir su retribución en generación de efectivo. Parámetros que son establecidos por las cuantías de los flujos de efectivo invertidos y producidos por el proyecto, por la tasa de descuento para llevar los flujos a valor presente neto, García, O. (2003) y como factor fundamental, por la cercanía de cada flujo al momento presente del inicio del proyecto.

De esta manera, aquellas inversiones proyectadas con desembolsos en varias etapas en el tiempo con una retribución aceptable¹², tienen la posibilidad de ofrecer como respuesta la creación de valor o de producir un valor superior al compararse con proyectos que exigen una inversión total al inicio del proyecto¹³.

Mientras los proyectos requieren una inversión inicial y su retribución comienza a darse uno o varios años después¹⁴ existe mayor posibilidad para las empresas de pérdida de valor por el incremento de sus ingresos a consecuencia del costo del dinero en el tiempo, porque la inversión al realizarse en el momento cero del proyecto, tiene un impacto negativo directo sobre el valor presente neto, mientras la retribución tanto del periodo relevante como del periodo de continuidad tienen un efecto disminuido sobre éste al ser traídos al momento cero durante varios periodos de tiempo.

La gran diferencia entre un proyecto cuya inversión se realiza en el periodo inicial, respecto a otra que requiere la inversión en varios periodos o en periodos posteriores al inicial se da por la disminución del impacto negativo sobre el valor presente neto al trasladarse ese valor de la inversión futura al presente, descontada a la tasa del costo del capital.

Por lo anterior, debe considerarse que la forma tradicional de incremento de ingresos por vía de la actividad operativa no siempre es la mejor. Pueden contemplarse otras alternativas de incremento de ingresos con posibilidad de ser más benéficas, entre las que estarían las fusiones, adquisiciones o alianzas estratégicas, conocidas como formas de reestructuración de empresas, donde se pueden aprovechar sinergias de diversos tipos, permitiendo la creación de valor de forma más rápida en comparación con la vía del incremento de ingresos, (Mascareñas 2000). Pero bien sea que se utilice el crecimiento por esta vía, o una forma de reestructuración empresarial, lo importante en cualquier caso es que la consecuencia sea la generación de valor para la empresa y por

¹² No necesariamente alta, ver anexo 4.

¹³ Ver anexo 4 cálculo de valor presente neto, tablas 31, 37, 54 y 55 compararlas con las tablas 59,60,61 y 62 respectivamente.

¹⁴ Ver anexo 4 cálculo de valor presente neto, tablas 21, 25, 27 y 29.

ende para los accionistas visto desde la perspectiva de la generación de flujo de caja libre.

Pero la generación de valor no puede lograrse solo con el incremento de ingresos, paradójicamente una forma de conseguirlo es con la disminución, (Amat 2002), bien sea analizado desde el punto de vista de la eliminación o disminución de activos que generen un rendimiento en flujo de efectivo por debajo del costo del capital, o por la realización de escisiones, donde se elimina o se vende la parte de la empresa que no esté contribuyendo adecuadamente a la generación de valor, permitiendo así orientar los recursos que estaban destinados a estas áreas hacia fines con contribución positiva al propósito financiero de la empresa. (Mascareñas 2000).

Así, después de conocerse el objetivo básico financiero a conseguir, se debe trabajar en la implementación de una estrategia basada en la gerencia del valor como una forma organizada de lograrlo, de tal forma que brinde los parámetros precisos en todas las áreas de la organización para trabajar hacia su consecución. Esta estrategia se deberá soportar en aspectos cualitativos relacionados con las distintas partes interesadas en la organización, como son en primer lugar la satisfacción y fidelización del cliente, las buenas relaciones con los proveedores por medio de la búsqueda del mutuo beneficio, el mantenimiento de un alto nivel de competencias del personal y su motivación permanente, el respeto por la comunidad y la atención de las obligaciones del Estado, (García 2003) respondiendo de esta forma a la complejidad inherente en las empresas y el sistema al cual pertenecen como parte integrante de un todo. (Capra 1988)

Aspectos que bajo la concepción de la linealidad característica del objetivo básico financiero en las primeras etapas de evolución no tendrían lugar por atentar contra sus inductores de valor fundamentales como son la disminución de costos y la tenencia y máxima explotación de activos.

Respecto al incremento del margen operativo y al retorno sobre la inversión como inductores de valor, son aplicables perfectamente para las empresas cuyo objetivo

básico financiero está en una de sus primeras etapas de evolución, fundamentalmente para el caso de la búsqueda de la máxima utilidad, pero no así para las empresas con avance en este sentido, las cuales han comprendido la complejidad inherente tanto a su interior como en su entorno, evolucionando de igual forma hacia la búsqueda de otro tipo de inductores de valor, los cuales ya no obedecen a conceptos universales, aplicables en cualquier tipo de organización o de entorno, sino a la situación particular de cada organización y las condiciones que la rodean. Es así como un inductor de valor aplicable y con resultados positivos en una empresa puede ser destructor de valor en otra de similares características, obligando a dejar atrás la generalización contundente, asimilable a fórmulas mágicas de creación de valor para las empresas.

De esta manera, los inductores de valor tradicionales, con los cuales se satisfacía la generación de utilidad, rentabilidad y en algunas ocasiones valor económico agregado, no siempre responden a su propósito al enfocarse desde la perspectiva de generación de efectivo, y cuando lo hacen no se debe a su incidencia exclusiva sino a la suma de una cantidad de variables en torno a la organización que se conjugan para llegar a un resultado determinado.

El soportarse en la contabilidad tradicional se convierte en la principal limitante para los inductores de valor que apunten hacia el objetivo básico financiero actual, cualquier inductor que se fundamente en ella no cumplirá con su propósito, por el contrario, podrá inducir a tomar decisiones equivocadas. Sin embargo, muchas empresas siguen aferradas a estas estrategias como inductoras de valor, desconociendo que los métodos tradicionales de valoración pueden suministrar información distorsionada y conducir a tomar decisiones erradas (Vocino 2002), igualmente que la creación de valor es una consecuencia de una orientación estratégica hacia la satisfacción de una serie de elementos cualitativos tanto al interior como a su alrededor.

Una de las consecuencias de soportarse en la contabilidad tradicional o tenerse un objetivo básico financiero errado se manifiesta en las evaluaciones respecto a proyectos de inversión y crecimiento que realizan las empresas, las cuales son tomadas en la gran

mayoría con base en la utilidad futura a producir, partiendo de la contabilidad de causación para tomar la decisión sin considerar todas sus limitantes y deficiencias, (Vélez 2004), dejando a un lado la generación de efectivo al realizar la evaluación de la inversión difiriéndola en varios periodos de tiempo, los cuales dependen del tipo de inversión o de bienes a adquirir y la depreciación o amortización a utilizar.

Esta forma de realizar la evaluación para la inversión contrasta con los planteamientos teóricos expuestos al presentar la contabilidad tradicional como fuente de información imprecisa para la toma de decisiones relacionadas con el crecimiento de ingresos, permitiendo concluir que las empresas al apuntar a un objetivo básico financiero inadecuado incurren en la posibilidad de generación de pérdida de valor a consecuencia de la utilización de inductores desacertados como en el caso del incremento de ingresos, a pesar de someterse el proyecto a una evaluación previa a la inversión. Debido a que ésta se lleva a cabo bajo parámetros distintos a los que tienen actualmente mayor validez en el mundo, como son los métodos del valor presente de los flujos de caja proyectados, (Koller 1994).

Para que la generación de valor se logre en la empresa de una manera consciente y planeada, deberá ante todo tenerse el convencimiento de la no existencia de otro objetivo básico financiero válido en la actualidad distinto al de generación de flujo de efectivo, en consecuencia no podrá utilizarse una medida de evaluación y de valoración de empresas y proyectos diferente a éste (Vélez 2004). Por lo tanto, cualquier inductor de valor, bien sea el incremento de ingresos, el aumento de márgenes operativos, la retribución de la inversión, la optimización de costos, la eliminación de algunas inversiones, la incursión en nuevos proyectos, la productividad, la eficiencia, la implementación de tecnología, la investigación y cualquier otro elemento que pueda ser considerado, no tendrá validez alguna como tal mientras arroje un resultado distinto a la generación de valor desde esta perspectiva.

De lo contrario podrán obtenerse resultados satisfactorios al ser analizados desde el punto de vista de la utilidad, la rentabilidad o del valor económico agregado, pero no se

hará otra cosa que inducir al error, porque no puede ser válido un resultado que se muestre como positivo mientras no genere los flujos de caja libres consecuentes con él. Cualquier otro objetivo básico financiero podrá ser válido si genera los mismos resultados en cuanto a generación de efectivo, porque ésta puede ser consecuente con la utilidad, con rentabilidad o con el valor económico agregado, pero no puede quedarse en las cifras contables sino que debe trascender a la realidad en cuanto a la generación de excedentes en efectivo.

BIBLIOGRAFIA

- Adsera, X. y Vinolas, P. (2003). A financial and economic approach to valuation. *Financial Analysts Journal*, Marzo-Abril, v 59 (2) p 80-88.
- Alexander, G. et. al. (2003). Fundamentos de Inversiones, Tercera Edición. México. Editorial Prentice-Hall.
- Amat, O. (1999). *EVA, Valor Económico Agregado*. Bogotá. Editorial Norma.
- Andrews, D. (2002). How to manage your store's cash flow needs. *Nacional Retail Association*. Febrero, v182 (2) p 58-59.
- Auer, R. (2002). Topsy-turvy Market Turns Stock Labels Inside-out. *Indianapolis Business Journal*, Junio 17, v23 (14) p 42.
- Bandrowski, J. (1991). Focus on profitability not gross profit. *The Management Accounting Magazine*, Diciembre-Enero, v65 (10) p 19-23.
- Banham, R. (2003). The Art of Measuring Risk. *Reactions*. Noviembre, v23 (11) p55.
- Basi, B. y Basi, R. (2004). Placing a Value on Business. *Industrial Distribution*. Abril, v93 (4) p 73-75.
- Bieshaar, H. et. al. (2001). Deals that create value. *The McKinsey Quarterly*. Winter de 2001.
- Berry, J. (2003). Economic value added: the cost of capital isn't free. *Computerworld*. Febrero 17, v37 (7) p 35.
- Block, S. y Hirt, G. (2001). *Fundamentos de Gerencia Financiera*. Bogotá. Editorial Mc Graw Hill.
- Bodie, Z. y Merton, R. (2003). *Finanzas*. Mexico. Editorial Prentice Hall.
- Bodington, J. y Malko, J. (1994). Power Plant Valuation: Overcoming the New Risk. *Public Utilities Fortnightly*. Mayo 1, v141 (9) p 18-21.
- Braff, D. (2003). Company Valuation in Acquisition and Merger Situations. *Home Care Magazine*, Mayo, v26 (5).
- Brealey, R. y Myers, S (1988). *Principios de Finanzas Corporativas*, Segunda Edición. Madrid. Editorial Mc Graw Hill.

- Brealey, R. y Myers, S. (2003). *Principios de Finanzas Corporativas*, Séptima edición. Madrid. Editorial Mc Graw Hill.
- Capel, H. (1998). Una Agenda para el Siglo XXI. *Revista Electrónica de Geografía y Ciencias Sociales. Universidad de Barcelona*. Abril, (19) p 9.
- Capra, F. (1982). *El Punto Crucial*. Barcelona. Editorial AGPOgraf.
- Capra, F. (1998). *La Trama de la Vida, Una Perspectiva Nueva de los Sistemas Vivos*. Barcelona. Editorial Anagrama.
- Coleman, I. (2003). Valuation and Strategy Practice. *Euromoney*, Abril, v34 (408) p 29.
- Copeland, T. et. al. (1994). *Valuation*. Editorial Mc Graw Hill. Nueva York.
- Copeland, T. y Keenan, P. (1998). How Much is Flexibility Worth. *The McKinsey Quarterly*. V38 (2) p 39-49.
- Cruz, S. et. al. (2003). *Finanzas Corporativas, Valoración Política de Financiación y riesgo. Teoría y Práctica*. Mexico. Editorial Prentice Hall.
- Das, T. (1999). Managing risk in strategic alliances. *The Academy of Management Executive*. Noviembre, v13 (4) p. 50.
- De La Fuente, M. (2002). La Administración Integral de Riesgos Financieros. *Serie Documentos de Investigación*. Universidad Iberoamericana.
- Dumrauf, G. (2003). El ROE adolece de inconvenientes. *Finanzas Corporativas*. En: www.cema.edu.ar. (Agosto 25 de 2004).
- Edwards, L. (1993). Tuning in to Cash Flow. *CFO, The Magazine for Senior Financial Executives*, Agosto de 1993, v9 (8) p 59-60.
- Farre, D. (2003). Análisis de Indiferencia en Base al Indicador Rentabilidad. En: www.libdigi.unicamp.br. (Junio 20 de 2004).
- Fernández, P. (1999). *Valoración de Empresas*, Primera Edición. Barcelona. Ediciones Gestión 2000.
- Fernández, P. y Bonet, A. (2003). Fusiones, Adquisiciones y Control de Empresas. En: www.iese.edu.es. (Abril 18 de 2004).

- Galindo, L. (2001). Valoración de empresas en la nueva economía. *Contribuciones a la nueva economía de la Economía de Mercado..* En: www.eumed.net. (Julio 21 de 2004).
- Gallagher, T. y Andrew, J. (2001). *Administración Financiera*, Segunda Edición. Bogotá. Editorial Prentice Hall.
- García, O. (1999). *Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones*, Tercera Edición. Cali. Editorial Prensa Moderna Impresores S.A.
- García, O. (2003). *Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA*. Medellín. Editorial Digital Express Ltda.
- Gitman, L. (2003). *Principios de Administración Financiera*, Décima Edición. México. Editorial Prentice Hall.
- González, M. (2001). Strategic Alliances. *Ivey Business Journal*. Septiembre-Octubre, v66 (1) p 47.
- Grinblatt, M. y Titman, S. (2003). *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial*, Segunda Edición. Madrid. Editorial Mc. Graw Hill.
- Hax, A. y Wilde, D. (2003). *El proyecto Delta*. Bogotá. Editorial Norma.
- Hargadon, B. Y Múmera, A. (1984). *Principios de Contabilidad*. Cali. Editorial Norma.
- Harrison, D. (2003). Business valuation made simple: it's all about cash. *Strategic Finance*. Febrero, v84 (8) p 45-49.
- Heinmann J. (1985). La Globalización del mercado financiero mundial. *American Banker*. Noviembre 26, v150 (1) p 4.
- Herrscher, E. (2002). *Contabilidad Gestión*. Buenos Aires. Ediciones Macchi.
- Janeway, P. (1990). The globalization of America. *Ceramic Industry*. Agosto, v 135 (2) p 9.
- Jaramillo, F. (2001). *Reestructuración y Valoración de Empresas*, Primera Edición. Medellín. CEIPA.
- Jones, M. (2001). Developing and Forming Strategic Alliances. *San Diego Business Journal*, Junio 25, v22 (26) p14.
- Kaplan, M. (2000). Considering Business Valuation. *The Practicing CPA*. Febrero, v24 (2) p 1-3.

- Karnani, A. (1999). Five ways to grow the market and create value. *En The Financial Times*, Octubre 22, p 8.
- Katzeff, P. (2002). Economic Value Added is Valuable Measure For Some Companies. *Investor`s Business Daily*, Septiembre 9, p7.
- Knight, J. (2002). *La Administración Integral Basada en Valor*. Bogotá. Editorial Mc Graw Hill.
- Koller, T. (1994). ¿What is value-based management?. *The Mckinsey Quarterly*. Summer, (3) p 87-103.
- Lane, R. (2003). What´s your Company Worth Now?. *Gruner and Jahr USA Publishing on behalf of Inc*. v34 p 29-36.
- Lewellen, W. y Ferri, M. (1983). Estrategias de Juego: La gerencia y el mercado. *Financial Management*. v12 p 25-35.
- Lewis, J. (1992). El nuevo poder de las alianzas estratégicas. *Planning Review*, Septiembre-Octubre, v20 (5) p 45-48.
- López, L. (2000). *Valoración de Empresas en la Práctica*. Madrid. Editorial Mc Graw Hill.
- Maron, R. y VanBremen, L. (1999). The influence of organizacional cultura on strategic alliances. *Association Management*. Abril, v51 (4) p 86-92.
- Mascareñas, J. (1999). *Innovación Financiera*. Madrid. Editorial Mc. Graw Hill.
- Mascareñas, J. (2000). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid. Editorial Mc Graw Hill.
- Media, D. (2003). How to determinate the value of a business. *Daily Record*. Diciembre 12.
- Miller, R. y Meiners, R. (1990). *Microeconomía*, Tercera Edición. México. Editorial Mc Graw Hill.
- Moncada, P. et. al. (1999). El impacto de las empresas segregadas. En: www.jrc.es. (Junio 20 de 2004).
- Morgan, B. (1996). Don`t sacrifice value for short-term gains. *American Banker*. Abril 25, v161 (79) p22.

- Moyer, R., McGuigan, J. y Kretlow, W. (2000). *Administración Financiera Contemporánea*, Séptima edición. México. Thomson Editores.
- Navarro, D. (2003). *Temas de Administración Financiera*. Manizales. Editado por Centro de Publicaciones Universidad Nacional de Colombia Sede Manizales.
- Niño, J. (2003). Dificultades en la comparación de indicadores de rentabilidad en las empresas. En: www.uai.cl (Junio 2 de 2004).
- Olafsen, T. y Derva, J. (2003). The Weighted Average Costo of Capital. En www.valuesim.no. (Mayo 16 de 2004).
- Oster, S. (2000). *Análisis Moderno de la Competitividad*. Mexico. Editorial Gráficas Monte Albán,
- Pricer, R. y Johnson, A. (1997). The accuracy of valuation methods in predicting the selling price of small firms. *Journal of Small Business Management*. Octubre, v35 (4) p24.
- Rechnitz, D. (2001). Alianzas estratégicas generan éxito conjunto. *American Drycleaner*. Agosto, v 68 (5) p 26.
- Resnick, B. (1989). The Globalization of world financial markets. *Business Horizons*. Noviembre-Diciembre, v32 (6) p 34-42.
- Ridder, K. (1998). Type of Valuation Depends on Company's Stage of Development. *TribuneBusiness News*. Mayo 31.
- Roberts, F. (1997). Know thy company's value. *Chief Executive*. Marzo, (121) p 20.
- Ross, S. et. al. (1993). *Finanzas corporativas*. Tercera Edición. Mexico. Editorial Mc Graw Hill.
- Ross, S. et. al. (1999). *Finanzas Corporativas*. Quinta Edición. México. Editorial Irwin Mc Graw Hill.
- Ross, S. et. al. (2000). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. México. Quinta Edición. Editorial Mc Graw Hill.
- Sapag, N. y Sapag, R. (1989). *Preparación y Evaluación de Proyectos*. Segunda Edición. Mexico. Editorial Mc Graw Hill.
- Schulte, A. (1990). Business globalization requires advanced knowledge. *Los Angeles Business Journal*. Julio 30, v 12 (31) p 29-32.

- Siegel, J. et. al. (1997). Business valuations using a multiplier of earnings. *The CPA Journal*. Mayo, v67 (5) p 81-83.
- Smith, R. et. al. (2000). *Decisiones con múltiples objetivos e incertidumbre*. Segunda Edición. Medellín. Editado por la Universidad Nacional de Colombia.
- Stephens, E. (2003). Valuations trenes: return-on-equity, profitability, asset turnover and leverage can impacta n agrégate company's value. *Pit & Quarry*. Diciembre, v96 (6) p50.
- Termes, R. (1998). *Inversión y Costo de Capital, Manual de Finanzas*. Madrid. Editorial Mc Graw Hill.
- Tully, S. (1999). The EVA Advantage. *Fortune*. Marzo, v139 (6) p210.
- Van Horne, J. y Wachowicz, J. (2002). *Administración Financiera*. Undécima Edición. México. Editorial Prentice-Hall Hispanoamericana S.A.
- Vélez, I. (2000 a). La Creación de Valor y su Medida, un Análisis Crítico de EVA, Ponencia presentada en el primer congreso nacional de profesores de costos y contabilidad directiva, Bogotá, 18 al 20 de Mayo. En: www.javeriana.edu.co. (Abril 24 de 2004).
- Vélez, I. (2000 b). ¿Desea Valorar su Empresa?. *Documento de la Universidad Javeriana*. Bogotá, 26 de Noviembre. En: www.javeriana.edu.co. (Junio 25 de 2004).
- Vélez, I. (2004). *Decisiones de Inversión enfocado a la Valoración de Empresas*, Cuarta Edición. Bogotá. Editorial CEJA.
- Vera, M. (1999). *Gestión Financiera de la Pequeña y Mediana Industria en la ciudad de Maracaibo*". Maracaibo. Universidad del Zulia.
- Vera, M. (2000a). EVA y CVA como medidas de la creación de valor en un negocio. *Tendencias, revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Nariño*. Mayo, v1 (1) p 65-87.
- Vera, M. (2000b). Gerencia Basada en Valor y Gerencia Financiera. *Tendencias, revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Nariño*. Noviembre, v1 (2) p 109-132.
- Vocino, A. (2002). Calculing return on investment the perils and the pitfalls. *Journal of Bandung and Financial Services*. Abril, v116 (2) p 28-30.

- Voigt, J. (2003). There can be real value to the valuation process. *Crain's Cleveland Business*. Junio 23, v24 (25) p 25.
- Weaber, W. y Michelson, S. (2003). Approach Valuation or Investment Analysis. *Appraisal Journal*. Octubre.
- Weston, F. y Copeland, T. (1995). *Finanzas en Administración*. Novena Edición. Mexico. Editorial Mc Graw Hill.
- Wise, C. (2002). Economic Value Added. *Investor's Business Daily*. Julio 1, p 4.

ANEXOS

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA
SEDE MANIZALES**

MAESTRIA EN ADMINISTRACION

**ENCUESTA SOBRE OBJETIVO BASICO FINANCIERO Y CRECIMIENTO
DE INGRESOS**

**DIRIGIDA A: GERENTES GENERALES Y GERENTES FINANCIEROS DE
EMPRESAS GRANDES DE LA CIUDAD DE MANIZALES**

INSTRUCCIONES PARA RESPONDER LA ENCUESTA:

1. La encuesta deberá ser respondida por el gerente financiero o el gerente general de la empresa.
2. Para lograrse el objetivo de la investigación debe responderse todas las preguntas que conforman la encuesta, a menos que las indicaciones de la misma indiquen lo contrario.
3. Las respuestas que suministre deben basarse en las condiciones actuales de la empresa y se debe responder con total objetividad.
4. Si considera que hay aspectos importantes que no han sido considerados en la encuesta, puede realizar los comentarios sobre los mismos al final, en el espacio para observaciones.

AGRADECEMOS SU VALIOSA COLABORACION

Alberto A. Agudelo A. Teléfono: 8855929 aaaaa@telesat.com.co

I. OBJETIVO BASICO FINANCIERO:

1. ¿Cuál es el objetivo básico financiero de la organización? (seleccione solo una opción):

Generación de Utilidad _____

Rentabilidad contable _____

Valor económico agregado (EVA) _____

Generación de flujo de caja libre _____

Otro _____ ¿Cuál? _____

2. ¿Cree que el sistema contable tradicional genera la información suficiente para la toma de decisiones? Si ____ No ____

¿Por qué? _____

3. ¿De qué forma contribuye la contabilidad de caja en su empresa a la toma de decisiones, que no contribuya la contabilidad tradicional? _____

4. ¿Cuál es el costo del capital que maneja la empresa actualmente?

- Endeudamiento _____ %

- Patrimonio _____ %

II. GERENCIA DEL VALOR:

5. ¿Qué es para usted la generación de valor desde el punto de vista financiero?

6. ¿En la empresa hay implementada una estrategia de Gerencia del Valor?:

Si ____ No ____

Si contestó positivamente la pregunta 6 continúe con la siguiente, de lo contrario, siga con la pregunta 9.

7. La Gerencia de Valor en la empresa está definida como:

- Una Estrategia corporativa _____

- Acciones lideradas por la gerencia general o financiera _____

- Actividades concretas lideradas por algunos jefes de área _____

8. Enumere acciones o estrategias que considere contribuyen a la generación de valor en la organización:
- _____
 - _____
 - _____
9. ¿La empresa considera el incremento del margen operativo como un generador de valor? No _____ Si _____ si su respuesta es afirmativa responda la siguiente pregunta, de lo contrario continúe con la pregunta 12.
10. ¿Qué estrategias utiliza la empresa para el incremento del margen operativo y en consecuencia generar valor?
- _____
 - _____
 - _____
11. ¿Considera que el mayor retorno sobre la inversión como indicador de generación de valor cuando:
- 11.1 ¿Se mide con base en la contabilidad tradicional?
- Si _____
 No _____ ¿Por qué? _____
- 11.2 ¿Se mide con base en la generación de efectivo?
- Si _____
 No _____ ¿Por qué? _____
12. ¿Qué estrategias utiliza la empresa para conseguir un mayor retorno sobre la inversión?
- _____
 - _____
 - _____

III. CRECIMIENTO DE INGRESOS:

13. ¿Dentro de las metas y/o objetivos generales de la organización se encuentra el incremento de ingresos?

Si la respuesta es positiva, seleccione colocando el porcentaje presupuestado (anual) al frente de la correspondiente opción Si.

Si _____ No _____

Si su respuesta es negativa no responda las siguientes preguntas.

14. ¿En qué periodos de tiempo y cuál es el valor de la inversión a realizar para llevar a cabo el crecimiento de ingresos?

Coloque debajo de cada año el valor de la inversión a realizar (en millones de pesos):

Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9

15. Para llevar a cabo el incremento de ingresos requiere inversión en (escoja máximo dos opciones, colocando el porcentaje de la inversión a realizar en cada una):

- a. Activos fijos _____
- b. Capital de trabajo _____
- c. Otros activos _____

16. En el tiempo, como sería la retribución en generación de efectivo de la inversión (en millones de pesos):

Ingresar debajo de cada año el valor de la retribución en que espera recibir por la inversión a realizar:

Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10

17. ¿Cuál es la participación de recursos para financiar este proyecto?

- Aporte de capital _____ %
- Crédito con terceros _____ %

OBSERVACIONES:

**LISTADO DE EMPRESAS QUE COMPONEN LA POBLACION MOTIVO DE
ESTUDIO DE LA INVESTIGACION**

CENTRAL LECHERA DE MANIZALES S.A. - CELEMA.
DESCAFEINADORA COLOMBIANA S.A. QUE PODRA ABREVIARSE EN
SUCESORES DE JOSE JESUS RESTREPO Y CIA S A
INDUSTRIAS ALIMENTICIAS LA GRANJA AGENCIA FABRICA LUKAFE
INDUSTRIA LICORERA DE CALDAS
DISTRIBUCIONES LA CARRETA S.A.
COMPAÑIA MANUFACTURERA MANISOL S A
EDITORIAL LA PATRIA S A
EDITORES S.A.
AGUAS DE MANIZALES S.A. E. S. P.
PRODUCTOS QUIMICOS ANDINOS S.A. PQA. S.A.
INDUSTRIAS BASICAS DE CALDAS S.A. - I. B. C.
PRODUCTORA DE GELATINA S A PROGEL
HADA S.A.
CEMENTOS DE CALDAS S A
COLOMBIT S A
TECNOLOGIA EN CUBRIMIENTO S.A. SIGLAS TOPTEC S.A. Y MANILIT S.A.
SIDERURGICA COLOMBIANA S A SICOLSA
ACERIAS DE CALDAS S.A.
HERRAMIENTAS AGRICOLAS S.A. - HERRAGRO S.A.
BELLOTA COLOMBIA S.A.
PRODUCTORA DE ALAMBRES COLOMBIANOS PROALCO S.A.
MABE COLOMBIA S.A.
INDUMA S. C. A.

RIDUCO S A
MANUFACTURAS DE ALUMINIO MADEAL S.A
CASA RESTREPO S A
GRUPO LOPEZ Y CIA S EN C S
FOODEX S.A
DISTRIBUIDORA PLAYA LIMITADA
DISTRIBUIDORA CRISTAL S.A. DISCRISTAL.
JOSE D (LOLO) GOMEZ MEJIA E HIJOS LIMITADA
INDIANA S.A.
C. I. SUPER DE ALIMENTOS S.A.
GRASAS INVERSIONES S.A.
MAXIMO EXPORTADORES DE CAFE S.A C. I.
C. I COLOR SIETE S.A.
ARMETALES S.A.
PLANTA TERMINAL DE DISTRIBUCION DE PRODUCTOS DEL PETROLEO
STEPAN COLOMBIANA DE QUIMICOS S.A.
T. M. Y CIA S. EN C. A.
ALMACENES LA 14
DROGAS S.A.
ZURICH DE OCCIDENTE S.A
BIENES RAICES S.A.
INMOBILIARIA CALIMAS S.A.
INMOBILIARIA CENTRAL LIMITADA
JARDINES DE LA ESPERANZA S A
H. M. Y CIA. S. EN C. A.
EMPRESA DE RENOVACION URBANA DE MANIZALES LIMITADA
INVERSIONES TECNICAS S.A.

CONSTRUCCIONES FELIPE CALDERON Y ASOCIADOS S A
COMPAÑIA PROMOTORA DE INVERSIONES DEL CAFE S.A
CLINICA AMAN S.A.
CLINICA MANIZALES S.A.
SERVICIO DE TERAPIA RENAL DE CALDAS LTDA
EMPRESA METROPOLITANA DE ASEO S.A. E. S. P. -EMAS-
BANCO UNION COLOMBIANO
SUSUERTE S.A.

RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS DEL TRABAJO DE CAMPO REALIZADO EN LAS EMPRESAS REGISTRADAS EN LA CAMARA DE COMERCIO DE MANIZALES CLASIFICADAS COMO GRANDES

El siguiente corresponde al resumen de la tabulación de las respuestas obtenidas por medio de la realización del trabajo de campo a las empresas motivo de estudio, por lo tanto la información aquí contenida procede exclusivamente de fuentes directas de las empresas.

Tabla No. 1. Concepto de los directivos sobre el objetivo básico financiero a alcanzar. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad	Porcentaje
Utilidad	7	16,667
Rentabilidad	16	38,095
Valor económico agregado (EVA)	14	33,333
Flujo de caja libre	5	11,905
TOTAL	42	100

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 2. Concepto de los directivos sobre la capacidad de la contabilidad tradicional para generar la información suficiente para la toma de decisiones. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad SI	Cantidad NO	% SI	% NO
Genera la información suficiente	10	32	23,81	76,19

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 3. Razones por las cuales los directivos consideran que la contabilidad tradicional no genera la información suficiente para la toma de decisiones. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
Se requiere interpretación adicional	9
Es muy superficial para tomar dec	2
Se requieren otras herramientas	10
muestra información histórica (tard	9
No muestra información de gestión	2
Es limitada la información	12
Adolece de imprecisiones	5
por su sentido tributario y fiscal	2
Se soporta en el principio de causación	1
	52

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 4. Razones que consideran los directivos de empresas por las que contribuye la contabilidad de caja que no lo haga la contabilidad tradicional para la toma de decisiones. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
No contribuye	2
Conocer la generación de valor	3
Muestra una situación actual real	7
Permite proyectar el futuro	3
Para desarrollar la operación	14
Muestra generación de excedente	6
Sirve para tomar decisiones	11
Complementa la información Contable	8
TOTAL	54

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 5. Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de valor desde el punto de vista financiero. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
Rentabilidad de los activos	2
Aspectos cualitativos que gen. valor	3
Superar expectativas de accionistas	5
Generación de EVA	18
Generación de efectivo	8
Generar utilidad	5
Rentabilidad supere int. Oportunidad	5
Valorización de la empresa	2
TOTAL	48

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 6. Información brindada por los directivos sobre la implementación o no de una estrategia de gerencia de valor en la empresa. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad SI	Cantidad NO	% SI	% NO
Implementada estrategia de generación de valor	21	21	50	50

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 7. Información brindada por los directivos de empresas sobre como está definida la estrategia de gerencia de valor en las empresas donde la tienen implementada. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad	%
Estrategia corporativa	12	57,143
Acciones lideradas por gerencia	8	38,095
Actividades lideradas por jefes	1	4,7619
TOTAL	21	100

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 8. Información brindada por los directivos de empresas de los parámetros sobre los que está implementada la estrategia de gerencia de valor en la empresa. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
Minimizar costos y gastos	6
Fidelización del cliente	5
Calidad en el producto o servicio	3
Personal competente y motivado	6
Posicionamiento en el mercado	2
Disminuir activos improductivos	5
Invertir den proyectos rentables	5
Productividad	3
Relaciones con proveedores	4
Outsourcing	1
TOTAL	40

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 9. Concepto de los directivos de empresas sobre si consideran el incremento del margen operativo como generador de valor en la empresa. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad SI	Cantidad NO	% SI	% NO
Incremento de margen operativo igual a valor	23	19	54,76	45,24

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 10. Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utiliza para el incremento del margen operativo en la empresa y en consecuencia la generación de valor. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
Mejorar precios de venta	2
Disminución de costos y gastos	14
Aprovechar capacidad instalada	4
Optimizando procesos	3
Productividad	8
Optimización de recursos	13
Mayor volumen de actividad	5
Actualización tecnológica	1
Relación con los proveedores	1
Satisfacción del cliente	1
Motivación del personal	0
TOTAL	52

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 11. Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como indicador de generación de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad SI	Cantidad NO	% SI	% NO
Retorno sobre la inversión generador de valor	15	27	35,71	64,29

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 12. Concepto de los directivos de empresas sobre porque no consideran al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la contabilidad tradicional. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
No brinda información precisa	10
no muestra realmente excedentes	7
No suministra toda la información	7
Por basarse en causación	4
No es causa, sino consecuencia	4
TOTAL	32

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 13. Concepto de los directivos de empresas sobre considerar al mayor retorno sobre la inversión como un generador de valor cuando se mide con base en la generación de efectivo. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad SI	Cantidad NO	% SI	% NO
Cuando se mide con la generación de efectivo	33	9	78,57	21,43

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 14. Concepto de los directivos de empresas sobre la generación de efectivo como medida de un mayor retorno sobre la inversión. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
La caja muestra generación de valor	9
Muestra realmente los excedentes	14
Muestra la realidad de la empresa	2
No se necesita por la contabilidad	1
No muestra este indicador claramente	1
No es causa, sino consecuencia	4
TOTAL	31

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 15. Concepto de los directivos de empresas sobre las estrategias que utilizan para lograr un mayor retorno sobre la inversión. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
Desarrollo de nuevos productos	1
Disminución de costos	13
Inversiones con generación de valor	9
Optimización de recursos	15
Medición y acciones a la gestión	2
Satisfacción del cliente	10
Manejo adecuado de proveedores	4
economías de escala	2
Incremento de ingresos	19
Motivación de personal	4
Posicionamiento en el mercado	2
TOTAL	81

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 16. Concepto de los directivos de empresas sobre el crecimiento de ingresos presupuestado. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad SI	Cantidad NO	% SI	% NO
Tiene presupuestado crecimiento	40	2	95,24	4,762

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 17. Concepto de los directivos de empresas respecto a donde enfocarán la inversión para atender el crecimiento presupuestado. Agosto de 2004.

Respuesta	Cantidad
Activos fijos	10
Capital de trabajo	37
Otros activos	0
Ninguna	0
Investigación	1

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

Tabla No. 18. Resultado del cálculo del valor presente neto de los flujos de efectivo proyectados por la inversión y su retribución, descontadas al costo de capital calculado con las cifras entregadas por los directivos de empresas con base en el presupuesto de crecimiento. Agosto de 2004.

Resultado	Cant. SI	Cant. NO	% SI	% NO
Genera o destruye valor con el crecimiento:	28	12	70	30

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas clasificadas como grandes por la Cámara de Comercio de Manizales (municipios de Manizales y Villamaría).

CALCULO DEL VALOR PRESENTE NETO DE LAS EMPRESAS ESTUDIADAS

Para llevar a cabo el cálculo del valor presente neto a las empresas estudiadas se utilizó la información suministrada por ellas en las preguntas 4, 14, 16 y 17 del cuestionario, en las que se solicitaba valor de la inversión a realizar indicando periodo estimado del desembolso, valor de la retribución esperada en generación de efectivo, porcentaje de participación de los aportes para financiar el proyecto y el costo de cada uno de esos recursos. El costo de capital promedio ponderado (CCPP) con el cual se llevó a valor presente flujos esperados fue la siguiente:

$$\text{CCPP} = iD \times (1+T) \times \%D + iP \times \%P \quad (\text{Tomada de: Vélez 2004})$$

Donde:

iD: costo de recursos de terceros, T: tasa de impuestos, %D: porcentaje de participación de recursos de terceros en la financiación del proyecto, iP: costo del capital aportado por los dueños, %P: porcentaje de participación del aporte de los dueños.

Para calcular el valor presente neto del proyecto (VPN) se consideraron los flujos de efectivo producidos por el proyecto en el periodo relevante y el valor estimado del periodo de continuidad. El valor del periodo relevante se calculó como la sumatoria de todos los flujos positivos y negativos generados llevados a valor presente, con la siguiente fórmula (Tomada de García 2003):

$$\text{VPN} = F \times (1+\text{CCPP})^{**n}$$

Donde:

VPN : valor presente neto, F: flujo de efectivo generado por el proyecto en cada periodo de tiempo, n: número de periodos (años) entre cada flujo de efectivo y el presente del proyecto.

Para el cálculo del valor de continuidad se utilizó la siguiente fórmula (Tomada de: García 2003):

$$\text{VC} = \text{FCL} (n+1) / \text{CCPP}$$

Donde:

FCL (n+1): flujo de caja libre del periodo siguiente al último periodo del periodo relevante, CCPP: Costo del Capital Promedio Ponderado.

Tabla No. 19. Calculo de valor presente neto empresa 1

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
1000	0										Costo %	0	18	Vr. Relevante	-34
	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	11%	89%	Vr. Continuid	283
-1000	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	16,02		Vr. Total	248

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del periodo de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 20. Calculo de valor presente neto empresa 2

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
2000	0										Costo %	13	8	Vr. Relevante	-658
	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	42%	58%	Vr. Continuid	1,159
-2000	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	8,00		Vr. Total	501

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del periodo de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 21. Cálculo de valor presente neto empresa 3

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
100,000	0										Costo %	7,5	8,5	Vr. Relevante	-68,523
	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	Participación	100%	0%	Vr. Continuid	55,244
-100,000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	WACC	4,61		Vr. Total	-13,279

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 22. Cálculo de valor presente neto empresa 4

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
4000	0										Costo %	14	18	Vr. Relevante	-1,092
	200	400	600	800	800	800	800	800	800	800	Participación	20%	80%	Vr. Continuid	1,113
-4000	200	400	600	800	800	800	800	800	800	800	WACC	16,12		Vr. Total	21

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 23. Cálculo de valor presente neto empresa 5

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	1000										Costo %	14	14	Vr. Relevante	-171
	100	110	120	130	140	150	150	150	150	150	Participación	30%	70%	Vr. Continuid	377
0	-900	110	120	130	140	150	150	150	150	150	WACC	12,38		Vr. Total	206

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 24. Cálculo de valor presente neto empresa 6

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
4000	500										Costo %	13	16	Vr. Relevante	-1,800
	300	500	500	500	500	500	500	500	500	500	Participación	50%	50%	Vr. Continuid	1,342
-4000	-200	500	500	500	500	500	500	500	500	500	WACC	12,00		Vr. Total	-457

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 25. Cálculo de valor presente neto empresa 7

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
10000	0										Costo %	11	16	Vr. Relevante	-3,969
	500	700	1000	1200	1500	1500	1500	1500	1500	1500	Participación	30%	70%	Vr. Continuid	3,273
-10000	500	700	1000	1200	1500	1500	1500	1500	1500	1500	WACC	13,23		Vr. Total	-696

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 26. Cálculo de valor presente neto empresa 8

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
1000	0										Costo %	0	18	Vr. Relevante	-101
	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	0%	100%	Vr. Continuid	212
-1000	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	18,00		Vr. Total	111

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 27. Cálculo de valor presente neto empresa 9

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
1000	0										Costo %	14	14	Vr. Relevante	-405
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	Participación	60%	40%	Vr. Continuid	334
-1000	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	WACC	10,77		Vr. Total	-71

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 28. Cálculo de valor presente neto empresa 10

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	2000	2000									Costo %	14	14	Vr. Relevante	-2,164
	100	100	200	200	300	300	300	300	300	300	Participación	30%	70%	Vr. Continuid	754
0	-1900	-1900	200	200	300	300	300	300	300	300	WACC	12,38		Vr. Total	-1,410

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 29. Calculo de valor presente neto empresa 11

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
2000	2000										Costo %	10	14	Vr. Relevante	-1,518
	0	500	500	500	500	500	500	500	500	500	Participación	10%	90%	Vr. Continuid	1,094
-2000	-2000	500	500	500	500	500	500	500	500	500	WACC	13,22		Vr. Total	-425

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 30. Calculo de valor presente neto empresa 12

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	200	200	200	200	200						Costo %	12	15	Vr. Relevante	-368
	20	20	40	60	80	100	100	100	100	100	Participación	60%	40%	Vr. Continuid	356
0	-180	-180	-160	-140	-120	100	100	100	100	100	WACC	10,43		Vr. Total	-13

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 31. Calculo de valor presente neto empresa 13

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
500	500										Costo %	16	12	Vr. Relevante	-301
	0	100	120	120	150	150	150	150	150	150	Participación	20%	80%	Vr. Continuid	434
-500	-500	100	120	120	150	150	150	150	150	150	WACC	11,57		Vr. Total	133

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 32. Calculo de valor presente neto empresa 14

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	1500										Costo %	13	13	Vr. Relevante	-388
	0	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	20%	80%	Vr. Continuid	537
0	-1500	200	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	12,00		Vr. Total	149

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 33. Calculo de valor presente neto empresa 15

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	1000										Costo %	14	14	Vr. Relevante	-334
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	Participación	30%	70%	Vr. Continuid	251
0	-900	100	100	100	100	100	100	100	100	100	WACC	12,38		Vr. Total	-82

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 34. Calculo de valor presente neto empresa 16

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
3000	2000										Costo %	11	13	Vr. Relevante	-828
	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	Participación	80%	20%	Vr. Continuid	3,465
-3000	-1400	600	600	600	600	600	600	600	600	600	WACC	8,01		Vr. Total	2,637

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 35. Calculo de valor presente neto empresa 17

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
1000	1000	500	500								Costo %	12	17	Vr. Relevante	-674
	200	250	300	400	400	400	400	400	400	400	Participación	65%	35%	Vr. Continuid	1,341
-1000	-800	-250	-200	400	400	400	400	400	400	400	WACC	10,75		Vr. Total	667

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 36. Calculo de valor presente neto empresa 18

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	2000										Costo %	11	16	Vr. Relevante	-196
	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	Participación	20%	80%	Vr. Continuid	564
0	-1700	300	300	300	300	300	300	300	300	300	WACC	14,15		Vr. Total	368

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 37. Cálculo de valor presente neto empresa 19

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
1000	500	500									Costo %	10	16	Vr. Relevante	-868
	0	100	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	70%	30%	Vr. Continuid	919
-1000	-500	-400	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	9,11		Vr. Total	51

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 38. Cálculo de valor presente neto empresa 20

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	1000										Costo %	14	15	Vr. Relevante	-330
	0	120	120	120	120	120	120	120	120	120	Participación	40%	60%	Vr. Continuid	298
0	-1000	120	120	120	120	120	120	120	120	120	WACC	12,44		Vr. Total	-32

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 39. Cálculo de valor presente neto empresa 21

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
1800	900										Costo %	13	14	Vr. Relevante	226
	0	600	600	600	600	600	600	600	600	600	Participación	30%	70%	Vr. Continuid	1,556
-1800	-900	600	600	600	600	600	600	600	600	600	WACC	12,20		Vr. Total	1,782

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 40. Cálculo de valor presente neto empresa 22

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
2000	1000	1000									Costo %	10	12	Vr. Relevante	-1,462
	0	400	400	500	500	500	500	500	500	500	Participación	0%	100%	Vr. Continuid	1,342
-2000	-1000	-600	400	500	500	500	500	500	500	500	WACC	12,00		Vr. Total	-121

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 41. Cálculo de valor presente neto empresa 23

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
3000	1000	1000									Costo %	10	16	Vr. Relevante	-2,403
	0	200	400	500	550	550	550	550	550	550	Participación	50%	50%	Vr. Continuid	1,737
-3000	-1000	-800	400	500	550	550	550	550	550	550	WACC	11,08		Vr. Total	-666

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 42. Cálculo de valor presente neto empresa 24

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	3000										Costo %	12	16	Vr. Relevante	-456
	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	Participación	40%	60%	Vr. Continuid	977
0	-2600	400	400	400	400	400	400	400	400	400	WACC	12,55		Vr. Total	521

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 43. Cálculo de valor presente neto empresa 25

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
3000	0										Costo %	13	17	Vr. Relevante	-421
	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	Participación	90%	10%	Vr. Continuid	1,918
-3000	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	WACC	8,90		Vr. Total	1,497

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 44. Cálculo de valor presente neto empresa 26

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	2000										Costo %	13	13	Vr. Relevante	-34
	200	300	300	300	300	300	300	300	300	300	Participación	70%	30%	Vr. Continuid	1,275
0	-1800	300	300	300	300	300	300	300	300	300	WACC	9,50		Vr. Total	1,241

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 45. Cálculo de valor presente neto empresa 27

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
1000	1000	1000									Costo %	16	16	Vr. Relevante	-667
	200	300	400	400	400	400	400	400	400	400	Participación	70%	30%	Vr. Continuid	1,133
-1000	-800	-700	400	400	400	400	400	400	400	400	WACC	11,69		Vr. Total	466

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 46. Cálculo de valor presente neto empresa 28

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	500										Costo %	15	15	Vr. Relevante	488
	100	100	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	40%	60%	Vr. Continuid	477
0	-400	100	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	12,69		Vr. Total	965

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 47. Cálculo de valor presente neto empresa 29

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
1000	1000	1000									Costo %	16	14	Vr. Relevante	-400
	200	200	400	500	500	500	500	500	500	500	Participación	60%	40%	Vr. Continuid	1,463
-1000	-800	-800	400	500	500	500	500	500	500	500	WACC	11,50		Vr. Total	1,063

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 48. Cálculo de valor presente neto empresa 30

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
4000	0										Costo %	14	18	Vr. Relevante	-1,092
	200	400	600	800	800	800	800	800	800	800	Participación	20%	80%	Vr. Continuid	1,113
-4000	200	400	600	800	800	800	800	800	800	800	WACC	16,12		Vr. Total	21

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 49. Cálculo de valor presente neto empresa 31

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
2000	1000										Costo %	15	15	Vr. Relevante	-1,014
	0	200	400	400	400	400	400	400	400	400	Participación	80%	20%	Vr. Continuid	1,435
-2000	-1000	200	400	400	400	400	400	400	400	400	WACC	10,38		Vr. Total	421

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 50. Cálculo de valor presente neto empresa 32

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	2000										Costo %	13	15	Vr. Relevante	-798
	0	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	60%	40%	Vr. Continuid	664
0	-2000	200	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	10,80		Vr. Total	-133

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 51. Cálculo de valor presente neto empresa 33

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	1600										Costo %	12	12	Vr. Relevante	-249
	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	30%	70%	Vr. Continuid	687
0	-1400	200	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	10,61		Vr. Total	438

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 52. Cálculo de valor presente neto empresa 34

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
8,500	8,324	7,762									Costo %	7,68	10,96	Vr. Relevante	24,618
	7,427	8,123	10,477	11,109	12,131	13,416	0	0	0	0	Participación	100%	0%	Vr. Continuid	0
-8,500	-897	361	10,477	11,109	12,131	13,416	0	0	0	0	WACC	7,68		Vr. Total	24,618

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 53. Cálculo de valor presente neto empresa 35

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CÁLCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
500	500										Costo %	16	17	Vr. Relevante	-65
	100	150	150	150	200	200	200	200	200	200	Participación	50%	50%	Vr. Continuid	423
-500	-400	150	150	150	200	200	200	200	200	200	WACC	13,42		Vr. Total	358

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 54. Cálculo de valor presente neto empresa 36

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CÁLCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	1000	1000									Costo %	12	15	Vr. Relevante	-679
	0	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	70%	30%	Vr. Continuid	822
0	-1000	-800	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	9,67		Vr. Total	143

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 55. Cálculo de valor presente neto empresa 37

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CÁLCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	2000	1000									Costo %	12	15	Vr. Relevante	-959
	200	200	300	300	300	300	300	300	300	300	Participación	70%	30%	Vr. Continuid	1,234
0	-1800	-800	300	300	300	300	300	300	300	300	WACC	9,67		Vr. Total	274

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 56. Cálculo de valor presente neto empresa 38

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CÁLCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	1500										Costo %	12	14	Vr. Relevante	-12
	200	200	250	250	250	250	250	250	250	250	Participación	30%	70%	Vr. Continuid	669
0	-1300	200	250	250	250	250	250	250	250	250	WACC	12,01		Vr. Total	657

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 57. Cálculo de valor presente neto empresa 39

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CÁLCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
750	400										Costo %	14	16	Vr. Relevante	111
	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	80%	20%	Vr. Continuid	758
-750	-200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	10,09		Vr. Total	869

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 58. Cálculo de valor presente neto empresa 40

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CÁLCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa		
0	200	500									Costo %	11	14	Vr. Relevante	948
	100	100	200	300	300	300	300	300	300	300	Participación	80%	20%	Vr. Continuid	1,659
0	-100	-400	200	300	300	300	300	300	300	300	WACC	8,21		Vr. Total	2,607

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del período de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 59. Calculo de valor presente neto empresa 13 con desembolso total en el año cero.

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa	
1000	0										Costo %	16	12	Vr. Relevant	-353
	0	100	120	120	150	150	150	150	150	150	Participación	20%	80%	Vr. Continuid	434
-1000	0	100	120	120	150	150	150	150	150	150	WACC	11,57		Vr. Total	81

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del periodo de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 60. Calculo de valor presente neto empresa 19 con desembolso total en año cero.

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa	
2000	0	0									Costo %	10	16	Vr. Relevant	-990
	0	100	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	70%	30%	Vr. Continuid	919
-2000	0	100	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	9,11		Vr. Total	-71

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del periodo de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 61. Calculo de valor presente neto empresa 36 con desembolso total en año cero.

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa	
2000	0	0									Costo %	12	15	Vr. Relevant	-936
	0	200	200	200	200	200	200	200	200	200	Participación	70%	30%	Vr. Continuid	822
-2000	0	200	200	200	200	200	200	200	200	200	WACC	9,67		Vr. Total	-113

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del periodo de la inversión realizada por el investigador.

Tabla No. 62. Calculo de valor presente neto empresa 37 con desembolso total en el año cero.

AÑO/FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO											CALCULO DEL WACC Y VPN				
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		Deuda	Patrimonio	Valor de la Empresa	
3000	0	0									Costo %	12	15	Vr. Relevant	-1,304
	200	200	300	300	300	300	300	300	300	300	Participación	70%	30%	Vr. Continuid	1,234
-3000	200	200	300	300	300	300	300	300	300	300	WACC	9,67		Vr. Total	-71

Fuente: datos tomados por el investigador de las empresas motivo de estudio con variación del periodo de la inversión realizada por el investigador.

Tabla 63. Estado de Resultados y Flujo de Efectivo sin crecimiento de ingresos de una de las empresas estudiadas.

ESTADO DE RESULTADOS EMPRESA 18											
Cuenta	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	Año 11
Ingresos	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Costos variables	827	827	827	827	827	827	827	827	827	827	827
Depreciación	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10
Utilidad Bruta	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163
Gtos Administrativos	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Depreciación	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Utilidad Antes de imp	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58
Impuestos	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3
Utilidad Neta	35,7	35,7									

EVA	21,52	21,52	21,52	21,52	21,52	21,52	21,52	21,52	21,52	21,52	21,52
tasa de crecimiento	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

FLUJO DE EFECTIVO EMPRESA 18											
Ingresos en efectivo	833	972	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Costos variables	827	827	827	827	827	827	827	827	827	827	827
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Bruta	6	145	173	173	173	173	173	173	173	173	173
Gtos Administrativos	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de imp	-94	45	73	73	73	73	73	73	73	73	73
Impuestos	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3
	-116,0	22,9	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7	50,7
KTNO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
K Fijo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FLUJO NETO	-116,0	22,9	50,7								

RESULTADOS	
VPN Periodo Relevante:	95,44
VPN Periodo Continuid:	95,33
Valor total empresa:	190,77
Porcentaje crecimiento:	0%
Utilidad:	357

PARAMETROS	
TASA DESCUENTO	14,15%
% DE KTNO	25%
% DE K Fijo	7%
% Gastos Administrativos	11%
Inversión	100
Costo de capital	14,15
% COSTOS VARIABLES	83%
Gastos fijos administración	100
Tasa de Impuestos	38,5%
Plazo de C x C en días	60

Tabla 64. Estado de Resultados y Flujo de Efectivo con crecimiento de ingresos del 5% de una de las empresas estudiadas.

ESTADO DE RESULTADOS EMPRESA 18											
<i>Cuenta</i>	<i>Año 1</i>	<i>Año 2</i>	<i>Año 3</i>	<i>Año 4</i>	<i>Año 5</i>	<i>Año 6</i>	<i>Año 7</i>	<i>Año 8</i>	<i>Año 9</i>	<i>Año 10</i>	<i>Año 11</i>
Ingresos	1,000	1,050	1,103	1,158	1,216	1,276	1,340	1,407	1,477	1,551	1,551
Costos variables	827	868	912	957	1,005	1,055	1,108	1,164	1,222	1,283	1,283
Depreciación	10,35	10,72	11,10	11,51	11,93	12,38	12,85	13,34	13,86	13,86	14
Utilidad Bruta	163	171	180	189	198	208	219	230	242	255	255
Gtos Administrativos	100	106	111	117	124	130	137	145	153	161	161
Depreciación	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Utilidad Antes de imp	58	60	63	66	70	73	77	80	84	89	89
Impuestos	22,2	23,3	24,4	25,6	26,8	28,1	29,5	30,9	32,4	34,2	34,2
Utilidad Neta	35,5	37,2	39,0	40,8	42,8	44,9	47,1	49,4	51,8	54,7	54,7

EVA	21,30	23,02	24,81	26,70	28,68	30,76	32,94	35,24	37,65	40,51	40,51
tasa de crecimiento	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	0%

FLUJO DE EFECTIVO EMPRESA 18											
Ingresos en efectivo	833	1,014	1,094	1,148	1,206	1,266	1,329	1,396	1,466	1,539	1,551
Costos variables	827	868	912	957	1,005	1,055	1,108	1,164	1,222	1,283	1,283
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Bruta	6	146	182	191	201	211	221	232	244	256	268
Gtos Administrativos	100	106	111	117	124	130	137	145	153	161	161
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de imp	-94	40	71	74	77	80	84	87	91	95	108
Impuestos	22,2	23,3	24,4	25,6	26,8	28,1	29,5	30,9	32,4	34,2	34,2
	-115,9	16,8	46,3	48,2	50,1	52,2	54,3	56,6	58,9	61,2	73,5
KTNO	12,5	13,1	13,8	14,5	15,2	16,0	16,8	17,6	18,5	0,0	0,0
K Fijo	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	5,2	0,0	0,0
FLUJO NETO	-131,9	0,0	28,7	29,6	30,7	31,7	32,9	34,0	35,3	61,2	73,5

RESULTADOS	
VPN Periodo Relevante:	3,22
VPN Periodo Continuid:	138,32
Valor total empresa:	141,54
Porcentaje crecimiento:	5%
Utilidad:	443

PARAMETROS	
TASA DESCUENTO	14,15%
% DE KTNO	25%
% DE K Fijo	7%
% Gastos Administrativos	11%
Inversión	100
Costo de capital	14,15
% COSTOS VARIABLES	83%
Gastos fijos administración	100
Tasa de Impuestos	38,5%
Plazo de C x C en días	60

Tabla 65. Estado de Resultados y Flujo de Efectivo con crecimiento de ingresos del 10% de una de las empresas estudiadas.

ESTADO DE RESULTADOS EMPRESA 18											
<i>Cuenta</i>	<i>Año 1</i>	<i>Año 2</i>	<i>Año 3</i>	<i>Año 4</i>	<i>Año 5</i>	<i>Año 6</i>	<i>Año 7</i>	<i>Año 8</i>	<i>Año 9</i>	<i>Año 10</i>	<i>Año 11</i>
Ingresos	1,000	1,100	1,210	1,331	1,464	1,611	1,772	1,949	2,144	2,358	2,358
Costos variables	827	910	1,001	1,101	1,211	1,332	1,465	1,612	1,773	1,950	1,950
Depreciación	10,70	11,47	12,32	13,25	14,27	15,40	16,64	18,01	19,51	19,51	20
Utilidad Bruta	162	179	197	217	239	263	290	319	351	388	388
Gtos Administrativos	100	111	123	136	151	167	185	204	226	249	249
Depreciación	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Utilidad Antes de imp	57	63	69	76	83	91	100	110	121	134	134
Impuestos	22,1	24,2	26,5	29,1	31,9	35,1	38,5	42,3	46,4	51,6	51,6
Utilidad Neta	35,2	38,6	42,4	46,5	51,0	56,0	61,5	67,5	74,1	82,4	82,4

EVA	21,09	24,49	28,23	32,35	36,87	41,85	47,33	53,35	59,98	68,29	68,29
tasa de crecimiento	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	0%

FLUJO DE EFECTIVO EMPRESA 18											
Ingresos en efectivo	833	1,056	1,192	1,311	1,442	1,586	1,745	1,919	2,111	2,322	2,358
Costos variables	827	910	1,001	1,101	1,211	1,332	1,465	1,612	1,773	1,950	1,950
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Bruta	6	146	191	210	231	254	280	308	338	372	408
Gtos Administrativos	100	111	123	136	151	167	185	204	226	249	249
Depreciación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de imp	-94	35	68	74	80	87	95	103	113	123	159
Impuestos	22,1	24,2	26,5	29,1	31,9	35,1	38,5	42,3	46,4	51,6	51,6
	-115,7	10,7	41,4	44,6	48,1	52,0	56,3	61,0	66,2	71,2	106,9
KTNO	25,0	27,5	30,3	33,3	36,6	40,3	44,3	48,7	53,6	0,0	0,0
K Fijo	7,0	7,7	8,5	9,3	10,2	11,3	12,4	13,6	15,0	0,0	0,0
FLUJO NETO	-147,7	-24,5	2,6	2,0	1,3	0,5	-0,4	-1,4	-2,4	71,2	106,9

RESULTADOS	
VPN Periodo Relevante:	-126,85
VPN Periodo Continuid:	201,20
Valor total empresa:	74,35
Porcentaje crecimiento:	10%
Utilidad:	555

PARAMETROS	
TASA DESCUENTO	14,15%
% DE KTNO	25%
% DE K Fijo	7%
% Gastos Administrativos	11%
Inversión	100
Costo de capital	14,15
% COSTOS VARIABLES	83%
Gastos fijos administración	100
Tasa de Impuestos	38,5%
Plazo de C x C en días	60

Gráfico 20. Resultados obtenidos con la información contable como producto del incremento de ingresos porcentual (partiendo desde 1 hasta el 13%)

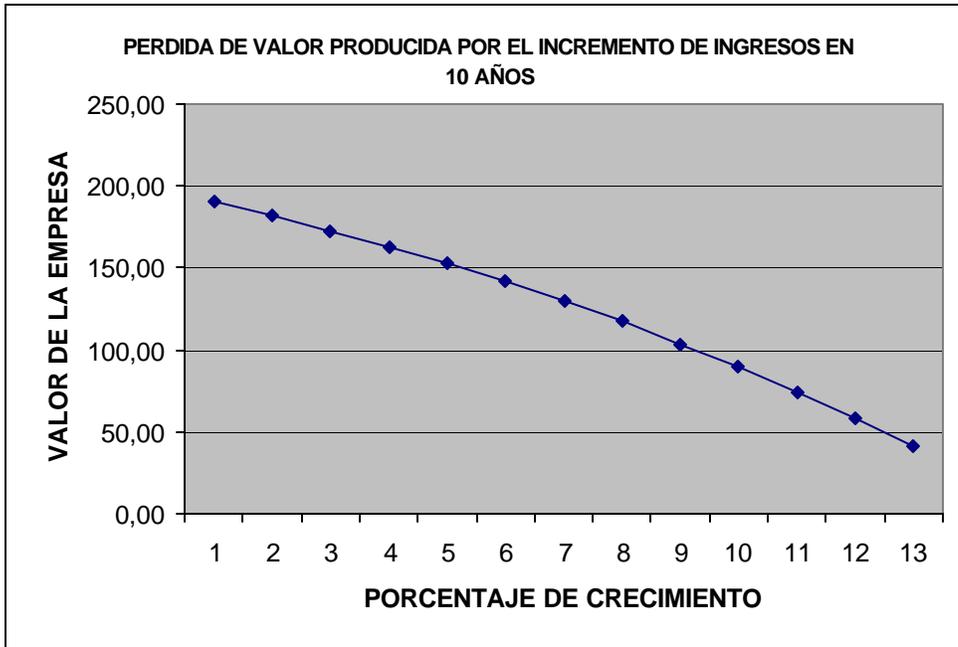


Gráfico 21. Resultados obtenidos en generación de flujo de efectivo como producto del incremento de ingresos porcentual.

