

**DELIMITACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS
APLICABLES A LOS NEGOCIOS MICRO Y PEQUEÑOS DE
PAÍSES EMERGENTES LATINOAMERICANOS.**

XIX
CONGRESO
INTERNACIONAL
DE
CONTADURÍA
ADMINISTRACIÓN
E
INFORMÁTICA

Área de conocimiento: Finanzas

María Teresa Ortega Flores

Universidad Politécnica del Estado de Morelos
mortega@upemor.edu.mx

Mayanyn Larrañaga Moreno

Universidad Politécnica del Estado de Morelos
mlarranaga@upemor.edu.mx

Alejandra Fernández Hernández

Universidad Politécnica del Estado de Morelos
afernandez@upemor.edu.mx



Octubre 8, 9 y 10 de 2014 ♦ Ciudad Universitaria ♦ México, D.F.



ANFECA
Asociación Nacional de Facultades y
Escuelas de Contaduría y Administración



DELIMITACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS APLICABLES A LOS NEGOCIOS MICRO Y PEQUEÑOS DE PAÍSES EMERGENTES LATINOAMERICANOS.

Resumen

Las decisiones estratégicas en las micro y pequeñas empresas en la mayoría de las ocasiones están enfocadas a la supervivencia de las mismas y dejan a un lado la posibilidad de revisar cómo se incrementa o disminuye el valor de la empresa en el tiempo; sólo cuando una empresa entra en proceso de liquidación se recurre a la valuación de la misma. Las micro y pequeñas empresas de los mercados emergentes latinoamericanos no están lejos de esa visión. Incluso, como se dejará saber en los resultados de la presente investigación, los empresarios ni siquiera conocen los métodos de valuación y en consecuencia no los aplican para sus empresas.

Para esta investigación, se realizó un estudio de campo para conocer el grado de conocimiento y utilización de los métodos de valuación de las micro y pequeñas empresas en los principales países latinoamericanos emergentes. El estudio de campo es revelador en sus resultados; existe una importante falta de conocimiento de los posibles usuarios respecto a todos los posibles métodos utilizables en la valuación de empresas. Lo anterior, conduce a una falta de aprovechamiento de oportunidades para hacer un correcto y completo análisis de sus negocios.

Palabras clave Valor de las empresas, métodos de valuación, micro y pequeñas empresas.



Introducción

Se considera que la necesidad de calcular el valor de las empresas es cada vez más urgente. Las micro y pequeñas empresas latinoamericanas son empresas susceptibles a fusiones, adquisiciones, venta a través de franquicias, entre otras; todas estas estrategias empresariales que enfatizan su crecimiento y desarrollo. Estas estrategias requieren que las empresas calculen de antemano su valor de acuerdo al patrimonio que poseen, su actividad, su potencial o cualquier otra característica susceptible de ser valuada.

A través de un proceso de valuación, las empresas podrán conocer su situación patrimonial, establecer políticas de dividendos (rendimientos planeados para los socios), analizar su capacidad de deuda o una reestructuración de capital, franquiciar, llevar a cabo procesos de fusiones y adquisiciones, etc. De tal suerte que el valor sea un parámetro para el cálculo de su precio.

El valor no es un hecho sino que, debido a su subjetividad dados los diferentes métodos que se pueden utilizar para su cálculo, se podría considerar como una opinión. Se debe partir de la idea de que, en un proceso de compra-venta, el valor es solamente una posibilidad mientras que el precio es una realidad. Y se convierte así, en un elemento importante en la toma de decisiones.

La presente investigación fue realizada con el fin de identificar los métodos de valuación de empresas aplicables a las características y necesidades de las micro y pequeñas empresas de países emergentes latinoamericanos.

Se hará una exploración del entorno que viven actualmente las micro y pequeñas empresas en países latinoamericanos emergentes comenzando por la definición de mercado emergente y la descripción de los principales países latinoamericanos catalogados como emergentes, determinando las principales características, estadísticas y estratificaciones del sector empresarial en cuestión.

Por otra parte, es necesario explicar los principales métodos de valuación de empresas para detectar los principales requerimientos de información y procedimientos para aplicar cada uno de los métodos. Esto tiene como objetivo el determinar cuál de ellos se adapta a las condiciones actuales de las micro y pequeñas empresas.

Para lo anterior, se elaboró un estudio de campo que consistió en el diseño de un cuestionario y la posterior aplicación a una cierta población de micro y pequeñas empresas latinoamericanas con el fin de conocer el grado de conocimiento y utilización acerca de métodos de valuación de empresas.

Se dejará ver también que existe una importante falta de conocimiento de los posibles usuarios respecto a todos los posibles métodos utilizables en la valuación de empresas; lo anterior, conduce a una falta de aprovechamiento de oportunidades para hacer un correcto y completo análisis de sus negocios.



Metodología

El enfoque de la investigación es *cuantitativo* ya que utiliza la recolección y el análisis de datos para contestar preguntas de investigación. Es *no experimental* siendo su principal objetivo identificar los métodos de valuación aplicables en las micro y pequeñas empresas de países emergentes latinoamericanos sin que esto implique la manipulación deliberada de las variables o de su entorno. Dado que en el presente documento se pretende analizar la situación en un momento determinado de las empresas respecto a los métodos que éstas utilizan para valuar, el presente documento corresponde al modelo de investigación *transeccional*. La investigación desarrollada es *exploratoria y descriptiva* ya que se exploró la situación actual de los países emergentes latinoamericanos al mismo tiempo que se describe su situación respecto al cálculo del valor de sus micro y pequeñas empresas. (Hernández Sampieri, 2010)

El estudio de campo consistió en el diseño y la aplicación de un instrumento conformado por ocho preguntas; seis de ellas fueron preguntas de opción múltiple mientras que el resto de las preguntas se dejaron abiertas para que la persona responsable de responder la encuesta pudiera dar su opinión. La aplicación de estas encuestas tuvo como principal objetivo el evidenciar los grados de conocimiento y aplicación de los modelos de valuación de empresas en países latinoamericanos emergentes. Por medio de gestiones con la Secretaría de Economía se obtuvo inicialmente el universo de empresas que se muestra en la Tabla 1 además de las direcciones de correo electrónico para contactar a las empresas y enviar la encuesta, se reserva esta información por motivos de confidencialidad.

Tabla 1
UNIVERSO DE EMPRESAS

PAÍS	NÚMERO DE EMPRESAS
Argentina	29
Brasil	15
Chile	29
Costa Rica	21
Estados Unidos	95
México	458
TOTAL	647

Fuente: Secretaría de Economía (México)

Para determinar la muestra se aplicó la fórmula de Richard Levin. (Levin, 1990)

$$n = \frac{N}{1 + N(e)^2}$$

Donde, N es el universo de estudio, e es el nivel o grado de error de la muestra para obtener n como muestra del estudio.

$$n = 647 / 1 + 647 (.10)^2 \quad n = 647 / 7.47 = 86.61 \text{ cuestionarios.}$$

Se recibieron 106 encuestas contestadas distribuidas como se muestra en la Tabla 2.



Tabla 2
NÚMERO DE EMPRESAS.

PAÍS	NÚMERO DE EMPRESAS
Argentina	5
Brasil	4
Chile	3
Costa Rica	2
Estados Unidos	3
México	89
TOTAL	106

Fuente: Elaboración propia.

Justificación y planteamiento del problema

El problema que se detecta y que dio origen a esta investigación es el siguiente: “Las micro y pequeñas empresas en países emergentes latinoamericanos no determinan su valor financiero aplicando modelos de valuación de empresas.”

Objetivo General

El objetivo general de la investigación consiste en identificar los métodos de valuación de empresas aplicables a las características y necesidades de las micro y pequeñas empresas en países emergentes latinoamericanos. Además de los objetivos específicos que permitan:

- Describir los métodos de valuación de empresas.
- Efectuar una investigación de campo a una muestra representativa de micro y pequeñas empresas de países latinoamericanos emergentes.
- Mostrar la situación de las micro y pequeñas empresas de países latinoamericanos emergentes respecto a la valuación de las mismas.

Hipótesis

La hipótesis que se planteó para esta investigación es: “Al analizar y evaluar los métodos vigentes de valuación de empresas así como la situación actual de las micro y pequeñas empresas de países latinoamericanos emergentes, será posible determinar cuáles son los mejores para ser aplicados en este tipo de empresas”.

Estado del Arte

El cálculo del valor de las empresas es un tema que ha sido poco explorado, especialmente para las micro y pequeñas empresas. Se distingue además una confusión entre el valor de la empresa y la generación de valor que es una cuestión de gestión de negocios más que de finanzas.



De acuerdo a una investigación realizada por Rojo y García en España, el cálculo del valor de las empresas se ha convertido en un tema de interés. Diferentes circunstancias avalan esta afirmación: la gran actividad de fusiones y adquisiciones dentro del ámbito de los países de la OCDE, la importancia de las PYMES en este proceso de valoración como indicador de profesionalización de las mismas, además de las facilidades tecnológicas que facilitan este proceso de valoración. (Rojo Ramírez & García Pérez de Lema, 2006) Para reforzar la urgencia de la valoración, el Instituto Americano de Contadores Públicos Certificados publica después de entrevistar a expertos, que el número de empresas a liquidarse o venderse en los próximos cinco a diez años es impresionante en Estados Unidos ya que con la generación “*Baby Boomer*”, existen muchos dueños de empresas que estarán buscando la liquidación de sus inversiones para su plan de vejez (Baysden, 2013).

La creación de valor como concepto de gestión de negocios refuerza la importancia de la valoración de empresas y contribuye a su desarrollo e implantación (Rojo Ramírez & García Pérez de Lema, 2006). Sin embargo, es necesario que las empresas diferencien claramente el proceso de creación de valor y el cálculo de su propio valor financiero ya que en repetidas ocasiones, confunden los términos (Baysden, 2013).

Estos autores ponen de manifiesto que la investigación sobre la valoración de las empresas es escasa y heterogénea. Existen trabajos que ayudan a conocer lo que ocurre al valorar una empresa; un ejemplo es Anson (1995) quien realiza un estudio acerca del análisis de la utilidad de la información contable en el proceso de valoración y los métodos más utilizados por los auditores. Bowling y Ma (1996) efectuaron un trabajo para comprobar si las técnicas de valoración descritas en la literatura financiera son practicadas en la valoración de empresas que no cotizan en bolsa. En el caso de la valoración de las PYMES, sus limitaciones tales como la falta de liquidez, requieren de estudios que permitan tener un mejor punto de vista de las operaciones de este tipo de empresas (Rojo Ramírez & García Pérez de Lema, 2006). Dagilienė realiza un estudio de empresas lituanas en el que concluye que la poca información financiera disponible en estas entidades, limita las posibilidades de escoger diferentes métodos de valuación (Dagilienė, 2008).

La falta de información contable, el desconocimiento de la utilidad de conocer el valor de la empresa, así como de la aplicación de los métodos de valuación parecen ser las causas del poco interés de las micro y pequeñas empresas para abordarlo, problemas en los que esta investigación está basada.

Marco Teórico

1. DEFINICIÓN Y DELIMITACIÓN DE PAÍSES EMERGENTES

1.1. Países Emergentes

Los términos economías emergentes o mercados emergentes se refieren a países con un rápido proceso de industrialización, que se relaciona tanto con el crecimiento interno del propio país, como también con un incremento notable de las relaciones comerciales con otros países (FTSE, 2010). En el Reporte Economía Emergente del 2008, el Centro de Conocimientos Sociales (Popescu, Popescu, & Popescu, 2008) establece que un mercado



emergente es aquél que experimenta un rápido desarrollo informático bajo condiciones de industrialización limitada o parcial. En estos mercados, más y más empresas nuevas compiten y para poder sobrevivir deben reinventarse continuamente prestando especial atención a su negocio principal así como al desarrollo de su propia infraestructura.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (Fondo Monetario Internacional, 2008), algunos de los países latinoamericanos clasificados como economías emergentes son: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú. Para efectos de este estudio se tomarán en consideración micro y pequeñas empresas de México, Brasil, Chile y Argentina.

1.2. Las micro, pequeñas y medianas empresas en México.

Las variables más comunes que se han tomado para la clasificación de los diversos niveles de este tipo de empresas son: el número de personal que utilizan, el valor de sus activos fijos y el ingreso.

En el Diario Oficial de la Federación (DOF) del 30 de junio de 2009, con fundamento en la Ley para el Desarrollo de la Competitividad en la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, la Secretaría de Economía (SE) emite un Acuerdo sobre los criterios de estratificación de las empresas. Los criterios establecidos son el rango de número de trabajadores y el monto de ventas anuales. En la Tabla 2, se muestran los criterios, teniendo cada uno un peso en el cálculo, los trabajadores ponderan un 10.0% y las ventas 90.0%. (INEGI, 2011)

Tabla 2
Estratificación de las empresas.

Tamaño	Sector	Rango de número de trabajadores	Rango de monto de ventas anuales (mdp)	Tope máximo combinado
Micro	Todas	Hasta 10	Hasta \$4	4.6
Pequeña	Comercio	Desde 11 hasta 30	Desde \$4.01 hasta \$100	93
	Industria y Servicios	Desde 11 hasta 50	Desde \$4.01 hasta \$100	95
Mediana	Comercio	Desde 31 hasta 100	Desde \$100.01 hasta \$250	235
	Servicios	Desde 51 hasta 100		
	Industria	Desde 51 hasta 250	Desde \$100.01 hasta \$250	250

Fuente: (INEGI, 2011)

1.3. Las micro, pequeñas y medianas empresas en Argentina.

Según las cifras del Ministerio de Industria del gobierno de Argentina, en la resolución 21/2010, se establece la clasificación de las micro, pequeñas y medianas empresas de acuerdo al valor de las ventas totales anuales, dicha clasificación se detalla en la Tabla 6.



Tabla 6
Clasificación de acuerdo a las ventas totales anuales

SECTOR					
TAMAÑO	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	610.000	1.800.000	2.400.000	590.000	760.000
Pequeña	4.100.000	10.300.000	14.000.000	4.300.000	4.800.000
Mediana	24.100.000	82.200.000	111.900.000	28.300.000	37.700.000

Fuente: Elaboración propia con información de (INFOLeg, 2010)

1.4. Las micro, pequeñas y medianas empresas en Chile.

De acuerdo a la guía legal sobre el Estatuto de las PYMES de la Biblioteca del Congreso Nacional de Chile, la ley proporciona una clasificación de acuerdo al número de trabajadores la cual se puede observar en la Tabla 7.

Tabla 7
Clasificación de acuerdo al número de trabajadores

Tamaño	No. de trabajadores
Microempresas	De uno a nueve
Pequeñas empresas	De 10 a 49
Medianas empresas	De 50 a 199

Fuente: Elaboración propia con información de (Biblioteca del Congreso Nacional de Chile, 2014)

1.5. Las micro, pequeñas y medianas empresas en Brasil.

El Servicio Brasileño de Apoyo a las Micro y Pequeñas Empresas (SEBRAE) es una institución autónoma, sin fines de lucro la cual está dedicada a promover la competitividad y el desarrollo sostenible de las micro y pequeñas empresas en Brasil.

De acuerdo al SEBRAE, para ser considerada micro y pequeña empresa, la renta anual bruta de debe exceder los R\$360.000 para las micro y R\$3.600.000 para las pequeñas. Respecto al número de empleados se puede observar la clasificación en la Tabla 9.

Tabla 9
Clasificación por personal ocupado. (Número de personas)

Tamaño	Sectores	
	Industria	Comercio y Servicios
Micro empresas	Más de 19	Más de 9
Pequeñas empresas	De 20 a 99	De 10 a 49
Medianas empresas	De 100 a 499	De 50 a 99
Grandes empresas	Más de 500	Más de 100

Fuente: (SEBRAE, 2014)



2. MÉTODOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS

Una empresa que no genera valor no es sostenible en el largo plazo, en la implantación de las estrategias organizacionales los administradores deben tener una visión y una cultura de crear valor, enfocando todas las actividades y la planeación de la empresa hacia el incremento en el valor de la misma. La determinación del valor de las empresas para decisiones estratégicas requiere la utilización de modelos utilizables como una herramienta de medición objetiva. Existen múltiples definiciones de valor, para esta investigación cuando se hable de valor, se entenderá por éste como las cualidades que la empresa posee y por la cuales el mercado estaría dispuesto a pagar cierta cantidad de dinero (o equivalente), por poseerla. Los métodos de valuación que son pertinentes para las pequeñas y medianas empresas se describen a continuación.

2.1. Métodos Estáticos de Valuación de Empresas.

Los métodos estáticos basan su cálculo en el valor en libros del capital contable. Esto facilita su aplicación ya que las empresas sólo deben contar con un balance general sin tener necesidad de cotizar en una bolsa de valores.

2.1.1. Valor Contable

El valor contable de una empresa es la cantidad que aparece en libros como el valor del capital y las reservas más el beneficio retenido. Dado que los libros contables no reflejan adecuadamente ni la revalorización de activos ni las perspectivas de la actividad de la empresa, el valor contable puro tiene poca utilidad analítica. A este valor también se le conoce como valor en libros, patrimonio neto, o fondos propios de una empresa (Fernández, 2000).

2.1.2. Valor Contable Ajustado

Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado (Fernández, 2000).

2.1.3. Valor de Liquidación

Hallar el valor de liquidación de una empresa no sólo es ajustar las masas patrimoniales a su valor de mercado, sino adoptar el peor escenario posible, el de una liquidación forzada. Del valor patrimonial ajustado a mercado se deducen los gastos de liquidación (legales, fiscales, laborales) para encontrar cuánto queda después de liquidar la empresa (Fernández, 2000).

2.1.4. Valor Substancial

El valor substancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en condiciones idénticas a la empresa que se está valuando. También puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa (Fernández, 2000).



2.2. Métodos de Valuación de Empresas Basados en Múltiplos.

Estos métodos se basan en el Estado de Resultados de la empresa. Intentan determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de sus utilidades, de las ventas o de otros parámetros del Estado de Resultados. La utilización de estos métodos requiere de información accionaria de la empresa en cuestión, por lo que su utilización es limitada principalmente a empresas que cotizan en alguna bolsa de valores.

2.2.1. Múltiplo de los Beneficios (*Price Earnings Ratio, PER*)

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando la utilidad neta anual por un coeficiente denominado PER (*price earnings ratio*); donde el PER de una acción indica el múltiplo de beneficio por acción que se paga en la bolsa. Así, PER se define como la cotización de la acción dividida entre la ganancia por acción (Fernández, 2000).

2.2.2. Múltiplo de las Ventas

Este método de valuación, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un múltiplo. El múltiplo precio/ventas se puede descomponer dos elementos más:

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/ganancia}) \times (\text{ganancia/ventas})$$

El primer múltiplo (precio/ganancia) es el PER antes mencionado y el segundo (ganancia/ventas) se conoce normalmente como rentabilidad sobre ventas (Fernández, 2000).

2.2.3. Otros Múltiplos

Además del PER y la razón precio/ventas, algunos de los múltiplos que se utilizan con frecuencia son:

- Valor de la empresa / utilidad antes de impuestos (EBIT)
- Valor de la empresa / utilidad antes de depreciaciones, amortizaciones, intereses e impuestos (EBITDA)
- Valor de la empresa / flujo de caja operativo
- Valor de las acciones / valor contable (Fernández, 2000)

2.3. Métodos Mixtos, basados en el Crédito Mercantil o *Goodwill*

El crédito mercantil es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. El crédito mercantil, también conocido como *goodwill*, tiene como propósito representar los elementos difíciles de materializar de la empresa y que no aparecen en el balance general de misma pero que aportan una ventaja frente a otras empresas del mismo sector. Algunos de los elementos que integran el crédito mercantil son la calidad de la cartera de los clientes, los canales de distribución, liderazgo sectorial, alianzas estratégicas, etc.). De esta manera, si se pretende conocer el valor real de la empresa, es necesario agregar estos elementos al valor de los activos netos. El problema surge al tratar de determinar su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo (Fernández, 2000). Igualmente, aquellas empresas que presentan esta partida son



empresas grandes con importante trayectoria en el mercado y que normalmente participan en alguna bolsa de valores.

Algunas formas de valuación del crédito mercantil derivan en ciertos procedimientos que se describirán a continuación. Se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros. En la Tabla 10 se exponen cuatro métodos diferentes donde 'A' equivale al valor de un activo neto más el valor del crédito mercantil que se calcula de diferente manera según el método del que se trate.

Tabla 10
Métodos mixtos

Método	Valor de la Empresa
Método de Valuación "Clásico"	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales $V = A + (z \times F)$ para empresas comerciales o de servicios Dónde: A = valor del activo neto n = coeficiente comprendido entre 1.5 y 3; B = utilidad neta z = porcentaje de la cifra de ventas; F = facturación
Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill"	$V = A + a_n (B - iA)$ Dónde: A = valor del activo neto a_n = valor actual, a una tasa t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años B = utilidad neta del último año o el previsto para el año próximo i = tasa de interés $a_n (B - iA)$ = crédito mercantil o <i>goodwill</i> $(B - iA)$ = se denomina comúnmente como superbeneficio
Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC)	Si se despeja: $V = A + a_n (B - iA)$ $V = [A + (a_n \times B)] / (1 + ia_n)$
Método indirecto	$V = (A + B/i) / 2$ que también puede expresarse como $V = A + (B - iA) / 2i$ La tasa i que se utiliza suele ser la tasa de interés de los títulos de renta fija del Estado (CETES en el caso de México) a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos 3 años. Tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor substancial y el valor de capitalización de las utilidades.

Fuente: Elaboración propia



2.4. Métodos Dinámicos de Valuación de Empresas.

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de efectivo (*cash flows*) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según sea el riesgo de obtener dichos flujos. La determinación de la tasa de descuento se realiza teniendo en cuenta el grado de riesgo e incluso, en muchos de los casos, son los mismos interesados quienes establecen la tasa de descuento mínima (IMEF A.C., UNAM, 2002). Esto permite que el cálculo sea sencillo ya que se consideran datos básicos en el registro financiero-contable de las operaciones de la empresa así como información de mercado para el cálculo de la tasa de descuento; sin la necesidad de que las empresas coticen en una bolsa de valores.

En la Tabla 11, se muestran los diferentes tipos de flujos de efectivo y las tasas de descuento que deben utilizarse en cada uno de ellos.

Tabla 11
Tipos de métodos dinámicos

Flujo de Efectivo	Tasa de Descuento Apropriada
FCF. Flujo Libre de Efectivo (<i>Free Cash Flow</i>)	CPPC. Costo Promedio Ponderado de Capital
CFac. Flujo disponible para los accionistas	Ke. Costo del Capital Propio (rentabilidad exigida a las acciones)
CCF. Flujo de Caja de Capital (<i>Capital Cash Flow</i>)	CPPC antes de impuestos. Costo Promedio Ponderado de Capital antes de impuestos (rentabilidad exigida a la deuda antes de impuestos)

Fuente: Elaboración propia

2.5. Métodos de Creación de Valor.

Estos métodos basan el cálculo del valor de las empresas en la creación del mismo en las organizaciones y se toman los datos contenidos en estados de resultados y flujos de efectivo. Desafortunadamente, se requieren de estados financieros ampliamente detallados y elaborados bajo las Normas de Información Financieras vigentes con el fin de contar con información suficiente para desarrollar los métodos.

2.5.1. Modelo de Valor Económico Agregado o Utilidad Económica (UE)

El modelo de valor económico agregado fue patentado como Valor Económico Agregado (EVA). El concepto clave de este modelo consiste en la diferencia entre el retorno económico que una empresa obtiene en un periodo de tiempo determinado, y el costo de los recursos de capital utilizados en la empresa. Es decir, el valor económico agregado o utilidad económica se fundamenta en que los recursos empleados por una empresa o unidad estratégica de negocio debe producir una rentabilidad superior a su costo, ya que de no ser así, es mejor utilizar los bienes en otra actividad (IMEF A.C., UNAM, 2002).



La UE se calcula año por año. De esta manera, con el fin de obtener un valor de mercado agregado (*Aggregate Market Value, MVA*), es necesario obtener el valor presente de la UE y se le agrega el valor residual de la empresa. Es así como se obtiene un valor continuo de la empresa al final de un periodo proyectado.

2.5.2. Modelo de Valor Agregado en Efectivo (*Cash Value Added, CVA*)

A través de este enfoque se evalúa el impacto de un proyecto individual de inversión, en la creación de valor para los accionistas (IMEF A.C., UNAM, 2002). De acuerdo a este modelo, el valor total de una empresa consiste en la suma de tres partes:

- El valor de los excedentes de efectivo es el valor actual de los flujos de efectivo futuros del negocio en marcha, asumiendo que no se realizaría inversiones adicionales significativas; es decir, el flujo de efectivo de los activos iniciales.
- El valor de los reemplazos es el flujo de efectivo de las nuevas inversiones necesarias para mantener el negocio en marcha.
- Finalmente, el valor de las estrategias considera el flujo de efectivo marginal de las inversiones que realmente cambian el rendimiento o los ingresos en términos de volumen.

2.6. Otras Metodologías.

Los métodos que se detallan a continuación son los más novedosos en el ámbito financiero. La desventaja de su uso en micro y pequeñas empresas es que requieren de información que sólo una empresa que cotiza en alguna bolsa de valores tendría, tal como se muestra a continuación.

2.6.1. Teoría de Valuación de Opciones Reales

Actualmente, existe un enfoque relativamente nuevo en el ámbito financiero, basado en la idea de que el perfil de pagos y el valor accionario de una empresa tiene características similares a las de una opción financiera y, por consecuencia, puede analizarse y valuarse dicho capital con base en los principios fundamentales de la teoría de valuación de opciones.

El valor presente de un activo cuyo valor en el tiempo “ t ” (o pagos futuros) es contingente al valor futuro de otro activo (activo subyacente), como es el caso de una opción, podrá ser estimado con base en la teoría de valuación de opciones. Al trasladar esta teoría a la valuación de empresas es importante lo siguiente: el valor actual del capital accionario de una empresa y el valor que sus accionistas podrán realizar es un valor residual (Saavedra García, 2005).

En el caso de que el valor de los activos de la empresa en t sea igual al monto de la deuda, o esté por debajo de ésta. En general, el accionista ejercería su opción de recompra en la medida que esto le represente un beneficio o utilidad directa, de lo contrario, dejará la opción sin



ejercer. Es así como se observa que el perfil de pagos del capital accionario corresponderá al de una opción real de compra (*call*) y puede ser valuado como tal:

$$\begin{aligned} \text{Pago al accionista:} &= A-D && \text{si } A > D \\ &= 0 && \text{si } A \leq D \end{aligned}$$

2.6.2. Valuación de Opciones: Modelo de Black & Scholes

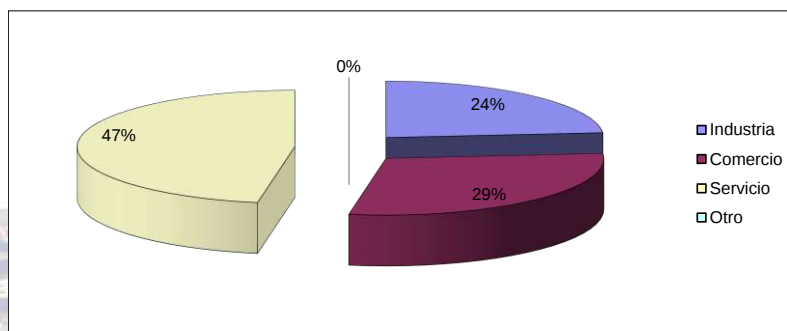
Al día de hoy, el modelo de Black & Scholes (B&S) es uno de los más conocidos en la valuación de opciones. La teoría de B&S fue originalmente desarrollada para la valuación de una opción de compra (*call*) únicamente ejecutable a su vencimiento (europea) bajo un marco de tiempo continuo, varianza constante donde el activo subyacente no paga flujos de efectivo (en el caso de valuación de empresas, dividendos) durante este periodo. Con el tiempo e investigaciones profundas, este modelo se ha ajustado relajando algunos de estos supuestos con el fin de incorporar variantes. Con el modelo de B&S se determina que el valor de una opción financiera estará en función del valor actual y la volatilidad del activo subyacente en cuestión, así como el precio de ejercicio, de su tiempo de vida a vencimiento y la tasa de interés libre de riesgo. En resumen, el modelo de B&S asume que el valor de la opción es equivalente al valor de un portafolio conformado por dos activos: una posición en un activo (por ejemplo, acciones) por un monto correspondiente al valor actual del activo subyacente y una posición contraria en un instrumento de renta fija por un monto equivalente al precio de ejercicio de la opción (Saavedra García, 2005).

Resultados

El estudio de campo consistió en el diseño y aplicación de instrumento conformado por ocho preguntas; seis de ellas fueron preguntas de opción múltiple mientras que el resto de las preguntas se dejaron abiertas para que la persona autorizada por la empresa pudiera dar su opinión. El instrumento puede consultarse en el Anexo 1.

El 47% de las empresas encuestadas corresponden a empresas de servicios, mientras que el 29% fueron empresas comerciales y el 24% restante empresas industriales. (Gráfica 1).

Gráfica 1

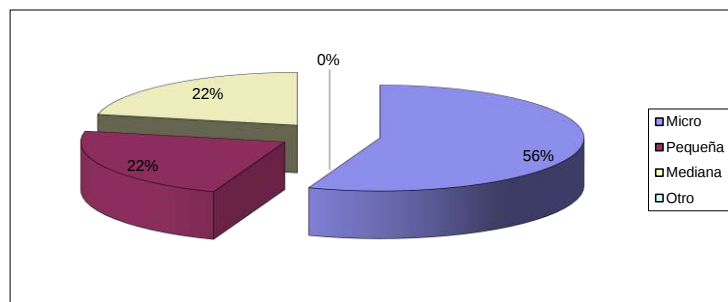


Pregunta 1. ¿Su empresa pertenece al ramo de?

Fuente: Elaboración propia.

En lo que se refiere a su tamaño, el 55% de las empresas encuestadas se consideran como micro, el 23% como pequeñas y el 22% restante como medianas. (Gráfica 2)

Gráfica 2.

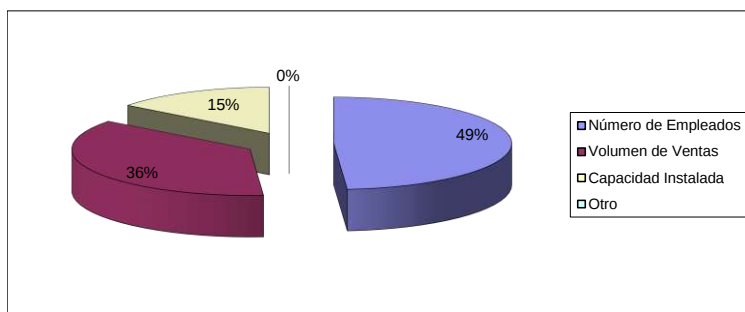


Pregunta 2. ¿El tamaño de su empresa es?

FUENTE: Elaboración propia

El tamaño fue determinado en un 48% de los casos utilizando como variable el número de empleados. En un 37% de los casos utilizando el volumen de ventas como principal determinante y el 15% restante determina su capacidad instalada para ubicarse en un tamaño específico. (Gráfica 3)

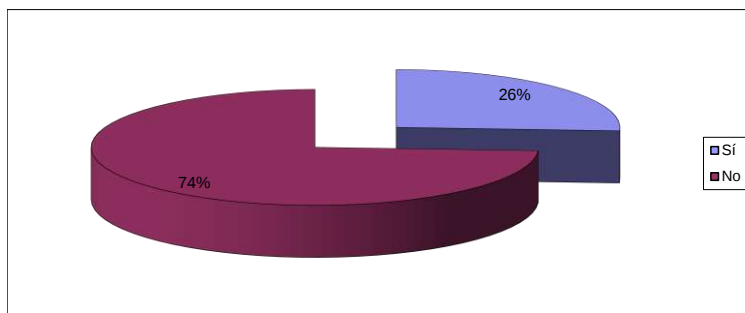
Gráfica 3.



Pregunta 3. ¿El tamaño de su empresa se mide con base en?

Fuente: Elaboración propia

El 74% de las empresas nunca ha calculado su valor. Mientras que el 26% restante afirmó haberlo hecho alguna vez. (Gráfica 4)

Gráfica 4.

Pregunta 4. ¿Alguna vez ha calculado el valor de su empresa?

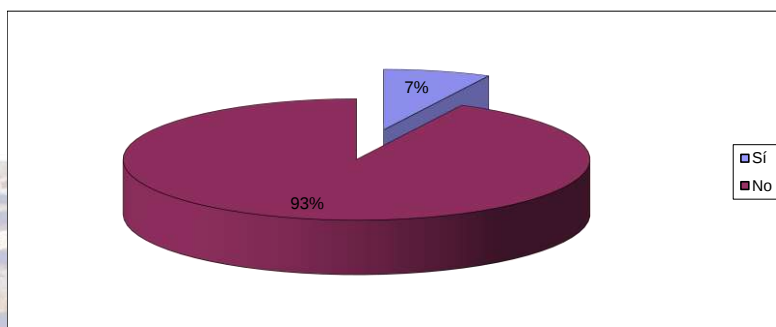
Fuente: Elaboración propia

El 47% de las razones por las cuales no se ha calculado el valor de las empresas se refiere a la falta de conocimiento en el tema. En un segundo lugar, el 24% de las razones por las cuales no se ha calculado el valor de las empresas consiste en que se considera que esto no es necesario.

La pregunta 5 es: De ser afirmativa la respuesta a la pregunta anterior, ¿por qué razón se calculó el valor de la empresa? El 48% de las empresas calcularon el valor de la empresa ya que se está atravesando un proceso de venta de la misma. Lo anterior en forma de liquidación total, franquicias y búsqueda de nuevos inversionistas principalmente.

La pregunta 6 es: ¿Qué método de valuación fue utilizado para calcular dicho valor? De las empresas que contestaron esta pregunta, el 29% de ellas mencionaron haber utilizado métodos relacionados con flujos de efectivo. Otro 24% determinó el valor de su respectiva empresa a través del valor contable o estados financieros. El 10% de quienes contestaron esta pregunta utilizaron los servicios de valuadores profesionales (externos) para determinar el valor de la empresa. El 37% correspondió a otras respuestas totalmente diferentes unas de las otras.

El 93% de las empresas menciona no conocer otros métodos de valuación; mientras que el 7% restante mencionó sí tener conocimientos respecto a otros métodos. (Gráfica 5)

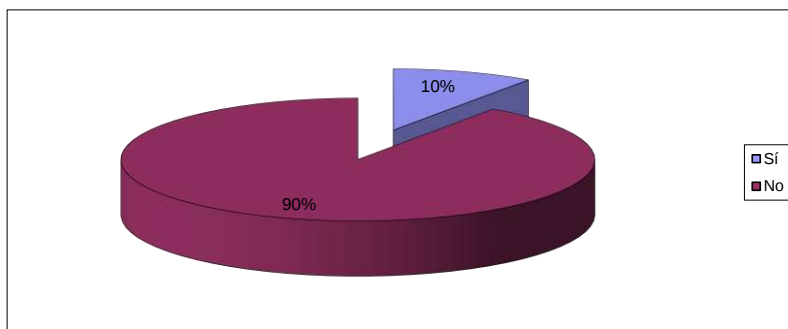
Gráfica 5.

Pregunta 7.- ¿Conoce otros métodos de valuación de empresas?

Fuente: Elaboración propia

El 90% de las empresas considera que los métodos de valuación de empresas de su conocimiento no se adaptan a las características y situación vivida por la micro, pequeña y mediana empresa en América Latina (Gráfica 6).

Gráfica 6.



Pregunta 8.- ¿Considera usted que los métodos de valuación de empresas de su conocimiento se adaptan a las características y situación vivida por la micro, pequeña y mediana empresa de América Latina?

Fuente: Elaboración propia

Conclusiones y Recomendaciones

A través de un proceso de valuación, las empresas podrán conocer su situación patrimonial, realizar una planeación de rendimientos para los socios, analizar su capacidad de deuda o una reestructuración de capital y llevar a cabo procesos mejor fundamentados de franquicias, fusiones, adquisiciones, entre otros.

Por medio del análisis de las micro y pequeñas empresas en los principales países latinoamericanos emergentes, se encontró que sus características e importancia como sector económico son semejantes. Este tipo de empresas tienen una capacidad financiera limitada, no cotizan en el mercado de valores y la información contable-financiera que generan por medio de despachos contables, reduce su utilización para fines fiscales y no como una herramienta en la toma de decisiones. En muchas ocasiones, esta información no se encuentra disponible en las empresas.

El estudio de campo arrojó entre los resultados más relevantes que la mayoría de las empresas nunca han calculado su valor, las que lo han hecho, ha sido por causa de procesos de venta utilizando principalmente, métodos relacionados con flujos de efectivo o valor contable. En general, según su propia opinión, se encontró que hay una falta de conocimiento de los diferentes métodos de valuación, y que los que conocen, aplican poco a la realidad de estas empresas.

Independientemente de que las micro y pequeñas empresas cuentan con información financiera-contable limitada y sus directivos tienen conocimientos limitados en el tema de métodos de valuación de empresas, se concluye que los métodos estáticos y dinámicos de valuación son los más pertinentes para utilizarse. Estos métodos de valuación requieren de información financiera-contable que cualquier despacho contable o contador de la empresa

puede obtener (básicamente flujos de efectivo y balance general) y no es necesario que la empresa en cuestión sea pública.

Se recomienda como una segunda fase de la presente investigación la elaboración de un manual de los métodos aplicables a las micro y pequeñas empresas de países latinoamericanos emergentes y la difusión de dicho material con el fin de proveer a los empresarios y profesionistas de una herramienta para la toma de decisiones.

Referencias

Baysden, C. (2013). Q&A: Top Issues in Business Valuation. *Journal of Accountancy*, 34-38.

Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. (2014). *Estatuto de las PYMES*. Obtenido de <http://www.bcn.cl/leyfacil/recurso/estatuto-de-las-pymes>

BNDES. (2014). *Porte de empresas*. Obtenido de A quiénes apoyamos - BNDES: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_es/Institucional/Apoio_Financiero/clientes.html

Dagiliené, L. (2008). The model for the choice of financial valuation methods. *Economics and Management*, 46.

Fernández, P. (2000). *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.

Fondo Monetario Internacional. (2008). *International Monetary Fund - Database*. Obtenido de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/groups.htm#oem>
FTSE. (2010). *FTSE Glossary*. Obtenido de http://www.ftse.com/Research_and_Publications/FTSE_Glossary.jsp

Hernández Sampieri, R. (2010). *Metodología de la investigación*. México: McGraw Hill.

IMEF A.C., UNAM. (2002). *Valuación de empresas y creación de valor*. México: IMEF A.C., UNAM.

INEGI. (2011). *Micro, pequeña, mediana y gran empresa: estratificación de los establecimientos*. Obtenido de Censos Económicos 2009: http://www.inegi.org.mx/est/contenidos/espanol/proyectos/censos/ce2009/pdf/Mono_Micro_peque_mediana.pdf

INFOleg. (24 de Febrero de 1993). *Resolución 208*. Obtenido de Centro de Documentación e Información, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.: <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/30000-34999/34469/norma.htm>



INFOLeg. (8 de Agosto de 2010). *Resolución 21/2010*. Obtenido de Centro de Documentación e Información, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.: <http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/170000-174999/170679/norma.htm>

Levin, R. (1990). *Etsdística para administradores*. México: Prentice Hall.

Ministerio de Industria. (2014). *PYMES Ministerio de Economía*. Obtenido de PYMES argentinas protagonistas del modelo productivo con inclusión : <http://www.industria.gob.ar/pymes/>

Popescu, C., Popescu, V., & Popescu, G. (2008). Emerging Markets - New Challenges of the Contemporary Societies. *Managerial Challenges of the Contemporary Society*.

Rojo Ramírez, A. A., & García Pérez de Lema, D. (2006). La valoración de emoresas en España: un estudio empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 913-933.

Saavedra García, M. L. (2005). Aplicación empírica del modelo de Black & Scholes en México: 1991 - 2000. *Contaduría y Administración*.

SEBRAE. (2014). *¿Qué es el SEBRAE*. Obtenido de http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/canais_adicionais/sebrae_espanol
Sistema de Información Empresarial Mexicano. (28 de Abril de 2014). *Estadísticas, Estado, Tipo y Rango de Empleados*. Obtenido de SIEM: <http://www.siem.gob.mx/siem/estadisticas/EstadoTamanoPublico.asp?p=1>

