

## **Parte I. Marco Teórico. Indicadores Financieros y Modelos de Valuación de Empresas**

En esta parte, se sientan las bases teóricas para el desarrollo de esta investigación, complementado la revisión de la literatura con la aplicación empírica que se ha hecho con estos modelos, tanto en otros países como en México.

### **I. Indicadores Financieros de Valuación de Empresas**

#### **1.1 Los indicadores de valuación**

Los indicadores de valuación dentro del contexto de valuación de empresas, pueden tomar diferentes magnitudes dependiendo de la naturaleza de la transacción para la cual se determina el valor.

Es por eso que el propósito de la valuación es un aspecto importante<sup>15</sup>. Los más comúnmente reconocidos indicadores de valuación, son: El precio de mercado, El precio justo de mercado, el valor de inversión, El valor intrínseco, el valor de liquidación y el valor en libros.

#### **1.2 El precio mercado**

El precio de mercado es establecido según Hunt (1978; p. 572), por compradores y vendedores que actúan a impulsos de un interés propio fundamental. Este indicador es normalmente determinado por precios reales, o por las licitaciones y ofertas en alguna suerte de mercado (que simplemente implica la existencia de compradores y vendedores potenciales), aunque puede calcularse mediante simples apreciaciones.

El precio de mercado está constituido por evaluaciones de supuestos expertos que están dispuestos a respaldar sus opiniones con dinero. Se sostiene que los precios a que se realizan las ventas, por lo tanto, son expresiones prácticas del valor que han de ser preferidas definitivamente a las expresiones teóricas<sup>16</sup> del valor.

#### **1.3 El precio justo de mercado**

Ross (1997; p. 48) señala, que es la cantidad por las que un comprador y un vendedor, ambos teniendo conocimiento de los hechos importantes, estarían dispuestos a negociar acciones ordinarias. Por lo tanto los precios de mercado dan alguna idea aproximada acerca del valor real de los activos de una empresa.

---

<sup>15</sup> Los textos más convencionales que incluyen la valuación sin hacer referencia a ella, son los que se refieren a inversiones. Entre otros véase: Aguirre (1995), Benton (1982) y Mansell (1998).

<sup>16</sup> Esto en función que las expresiones teóricas del valor pueden resultar erróneas, por diversas razones.

## 1.4 El valor de inversión

Es el valor de los activos de un negocio para un dueño específico o probable dueño. De acuerdo con Fishman (1991; p. 2), con este indicador el dueño o el posible dueño considera saber la capacidad, expectativas de riesgo, utilidad potencial y otros factores.

## 1.5 El valor intrínseco

Hunt (1978; p. 582), indica, que es el precio a que una venta se efectuaría si existieran en el mercado compradores y vendedores dispuestos a operar, cada uno equipado con información completa del valor y preparados para actuar de una manera enteramente racional.

El valor intrínseco se calcula tomando en consideración (Hampton, 1989; p. 368) :

- El valor de los activos de la empresa
- Los intereses y dividendos futuros
- Las utilidades futuras
- La Tasa de crecimiento futura.

El análisis del valor intrínseco es el proceso de comparar el valor real de una acción, con el precio de mercado. Los factores fundamentales que afectan a la acción, no cambian tan rápido como el precio del mercado<sup>17</sup>. En los mercados imperfectos<sup>18</sup> el analista encontrará variación entre el valor intrínseco y el valor de mercado, su objetivo es encontrar empresas subvaluadas o sobrevaluadas. Si la acción se encuentra subvaluada, es porque el mercado no ha descubierto los factores fundamentales que justifiquen un precio alto en el mercado (Hampton, 1989; p. 369). Cuando los inversionistas descubren esto, comienzan a demandar estas acciones, impulsando el precio a la alza. Si los inversionistas descubren que la acción está sobrevaluada, empiezan a vender estas acciones, impulsando el precio a la baja.

Por lo anterior, el valor intrínseco de mercado evitará que el vendedor acepte un precio menor que el puesto en la etiqueta del mercado, así también el comprador se resistirá a las evaluaciones substancialmente más altas que las cotizaciones del mercado (Carbonara, 1999; p. 134).

---

<sup>17</sup> Dado que, de acuerdo con la teoría de Dow el mercado se adelanta a descontar los eventos que suceden o se cree que sucederán.

<sup>18</sup> Es aquel en el que no todos entran a competir en igualdad de condiciones. Por ejemplo, algunos podrían poseer información privilegiada acerca de la empresa en la que pretenden invertir.

## 1.6 El valor de liquidación

Asume que las operaciones de la compañía se pueden terminar y que los activos individuales deben ser vendidos. El valor de liquidación es usualmente determinado por las siguientes premisas (Johnson, 1989; p. 404):

- Liquidación organizada: Vender los activos en un período razonable de tiempo para obtener el precio más alto por cada uno.
- Liquidación obligatoria: Vender los activos tan rápido como sea posible, algunas veces se le llama valor de liquidación. El valor de liquidación no sólo considera los ingresos en la venta de los activos, sino también el costo de venta, los costos de guardar los activos hasta llegar a su venta, y otros gastos.

## 1.7 El valor en libros

Es el que se deriva de los registros contables. Y puede ser (Johnson, 1989; p. 405):

- Para un activo, su costo histórico menos depreciaciones y amortizaciones.
- Para una compañía, capital contable es igual a activos menos pasivos, como se presenta en la hoja de balance.

Este, se considera sólo como un valor de referencia aunque tradicionalmente se le había considerado como una medida conveniente y objetiva del valor intrínseco de la empresa<sup>19</sup>. Salas (2002; p. 3), señala que a lo largo de los años de la Gran Depresión, los empresarios se encontraron con negocios en libros que representaban una inversión en activos con un valor atractivo, pero que en el mercado no tenían la capacidad para generar flujos de efectivo, y que por esta razón no podían interesar a los inversionistas en la compra de sus acciones.

## 1.8 Principios de la creación de valor financiero

Las empresas que forman parte de industrias atractivas o alcanzan una ventaja sostenida en una industria, o son capaces de ganar rendimientos en exceso y de crear valores o ambas. Son empresas que elevan los valores presentes netos de los proyectos, y proporcionan rendimientos en exceso que los mercados financieros requieren ( Van Horne, 1993; p. 215).

---

<sup>19</sup> También hay quienes han intentado encontrar una relación entre el valor en libros y los precios de mercado. Entre otros véase: Biddle, Frankel (1998), Penman (1998a), Ryan (1991), Tse y Yaansah (1999).

### 1.8.1 Atractivo del sector

Las características de una industria atractiva incluyen fase de crecimiento en el ciclo de vida del producto, barreras para su entrada y otros mecanismos proteccionistas como patentes, poder de monopolio temporal o fijación de precios de oligopolio o ambos, cuando casi toda la competencia es rentable. Este atractivo de la industria está relacionado con la posición relativa de una industria en el espectro de generación de utilidades.

El primer determinante fundamental para la utilidad de una empresa es lo atractivo del sector industrial. La estrategia competitiva debe surgir de una comprensión sofisticada de las reglas de competencia que determinan lo atractivo del sector industrial. La intención última de la estrategia competitiva es el tratar e idealmente cambiar esas reglas a favor de la empresa. En cualquier sector industrial, ya sea doméstico o internacional o que produzca un producto o un servicio, las reglas de competencia están englobadas en cinco fuerzas competitivas: la entrada de nuevos competidores, la amenaza de sustitutos, el poder de negociación de los compradores, el poder de negociación de los proveedores y la rivalidad de los competidores existentes (Porter, 1992; p. 22).

El poder colectivo de estas cinco fuerzas competitivas determina la capacidad de las empresas de un sector industrial a ganar, en promedio, tasas de retorno de inversión mayores al costo de capital. El poder de las cinco fuerzas varía de industria en industria, y puede cambiar con la evolución del sector industrial. El resultado es que no todos los sectores industriales son iguales desde el punto de vista de utilidad inherente. En los sectores industriales en los que las cinco fuerzas son favorables, muchos competidores ganan márgenes atractivos. Pero en los sectores industriales en los que la presión de una o más fuerzas es intensa, pocas empresas logran márgenes atractivos a pesar de los mejores esfuerzos de la administración.

La utilidad de un sector industrial no es una función de como se ve el producto o si representa una tecnología alta o baja, sino de la estructura del sector industrial. De esta forma las cinco fuerzas determinan la utilidad del sector industrial porque influyen los precios, costos, y la inversión requerida de las empresas en un sector.

El poder del comprador influye en el precio que debe cargar una empresa, por ejemplo cuando existe la amenaza de una posible sustitución, el poder de los compradores también puede influir en el costo y la inversión, debido a que los compradores poderosos demandan servicios costosos. El poder de negociación de los proveedores determina el costo de las materias primas y otros insumos. La intensidad de la rivalidad influye los precios así como los costos de competir en áreas como planta, desarrollo del producto, publicidad y fuerza de ventas. La amenaza de entrada coloca un límite en los precios y conforma la inversión requerida para desanimar a entrantes.

### 1.8.2 Ventaja competitiva

La ventaja competitiva es el lugar que ocupa una empresa en una industria. La empresa puede ser corporativa y tener divisiones múltiples; entonces habría que juzgar industria por industria. Los medios para tener ventaja competitiva son varios: ventajas en costos, ventajas en precios y mercadotecnia, capacidad organizativa superior<sup>20</sup>. La ventaja competitiva la destruye la competencia. Por ejemplo, una empresa destaca por sus costos relativos o superioridad mercadotécnica, y esto hará que se le ataque. Una empresa exitosa se distingue porque identifica y explota continuamente las oportunidades de rendimientos en exceso. Sólo se puede sostener la ventaja competitiva total con una secuencia de ventajas a corto plazo (Porter, 1992, p. 19).

La base fundamental del desempeño sobre el promedio a largo plazo es una ventaja competitiva sostenida. Aunque una empresa puede tener muchas fuerzas y debilidades en comparación de sus competidores, hay dos tipos básicos de ventaja competitiva que una empresa puede poseer: costos bajos<sup>21</sup> o diferenciación<sup>22</sup>. La importancia de cualquier fortaleza o debilidad que posee una empresa es en esencia una función de su impacto sobre el costo relativo o la diferenciación. La ventaja en el costo y la diferenciación surgen a su vez, de la estructura del sector industrial. Son el resultado de la capacidad de la empresa de lidiar con las cinco fuerzas mejor que sus rivales.

Lo anterior indica que el atractivo de la industria y la ventaja competitiva son las principales fuentes de creación del valor<sup>23</sup>. Cuanto más favorables sean éstas, más probable será que la empresa logre rendimientos en exceso de lo que los Mercados financieros requieren cuando hay riesgo (Van Horne, 1993, p. 216).

### 1.8.3 El rendimiento requerido

Cuando el inversionista adquiere acciones comunes renuncia al consumo actual con el deseo de tener más capacidad de consumo en el futuro. Ellos esperan cobrar dividendos eventualmente o vender las acciones con utilidad. Esto se conoce como rentabilidad esperada (Ross, 1997; p. 284). Puesto que ésta es sólo una expectativa, está claro que la rentabilidad real puede ser mayor o menor.

---

<sup>20</sup> Esto tiene que ver con la cultura de la empresa.

<sup>21</sup> Lo que se conoce como liderazgo en costos, la empresa puede aprovechar ciertas ventajas como por ejemplo el hecho de estar integrada verticalmente, lo cual le permite mantener costos bajos.

<sup>22</sup> La diferenciación se deriva fundamentalmente de la creación de valor para el cliente. Este valor es creado cuando la empresa crea una ventaja competitiva para su cliente, disminuyendo su costo o aumentando su desempeño.

<sup>23</sup> El efecto de la implementación de estrategias en la creación de valor, ha sido analizado por varios autores entre los que se recomienda consultar están: Allen (1993), Bacidore (1997), Bierman (1987), Boulton (2000), Bughin (1997), Hans (2001), Hiltrud (2000), Hutcheson (2001), Kahan (1997), Mills (1992), Smith (1997) y Stephen (1997).

La expectativa de un inversionista puede ser simplemente obtener la rentabilidad promedio por período que ha ganado en períodos anteriores. Alternativamente, la rentabilidad esperada se puede basar en un análisis detallado de las expectativas de una empresa, en algún modelo computarizado, o en información especial.