

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN

**ANÁLISIS DEL VALOR ECONÓMICO
AGREGADO (EVA) APLICADO A
COMPARTAMOS BANCO**

**TESIS PROFESIONAL
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN CONTADURÍA
PRESENTA:
LUIS MANUEL ILAGORRE GARCÍA**

ASESOR:

MTRO. TOMAS ROSALES MENDIETA



MÉXICO, D.F.

2010



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Agradecimientos

*A mis padres que con su esfuerzo y dedicación
hicieron todo lo posible por darme una
formación académica y como persona.*

*Al profesor Tomas Rosales Mendieta
que me brindó su apoyo en la investigación y
realización de este trabajo.*

*A mi Universidad Nacional Autónoma de México
que la llevo en mi corazón, a todos mis familiares y amigos,
que me cambiaron la forma de ver la vida.*

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO I	
METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	
1.1 Justificación del tema	6
1.2 Planteamiento del problema	6
1.3 Hipótesis	6
1.4 Objetivo general	7
1.5 Objetivo específico	7
1.6 Alcance de la investigación	8
1.7 Limitaciones	8
CAPÍTULO II	
SEMBLANZA HISTÓRICA DE LA VALUACIÓN DE EMPRESAS	
2.1 Antecedentes de la valuación de empresas	9
2.2 Definiciones de la palabra valor	13
2.3 Diez conceptos para entender la creación de valor	14
2.4 Razones para hacer una valuación financiera de las empresas	16
CAPÍTULO III	
PROCESO Y MÉTODOS APLICADOS EN LA VALUACIÓN DE EMPRESAS	
3.1 Información requerida para el proceso de valuación	18
3.2 Tipos de valor	21
3.3 Estrategias orientadas a la creación de valor en las empresas	22
3.4 Procesos administrativos y de producción para crear valor	24
3.5 Organigrama de creación de valor	26
CAPÍTULO IV	
VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA)	
4.1 Historia Corporativa Stern Stewart & Co	27

4.2 EVA Concepto y significado	30
4.3 Determinación y cálculo	34
4.4 Formas para incrementar el valor en la empresa	36
4.5 Ventajas y desventajas del EVA	37
4.6 Indicadores financieros tradicionales	39

CAPÍTULO V

HISTORIA DEL MICROCRÉDITO

5.1 Antecedentes del microcrédito	41
5.2 Instituciones que otorgan microcrédito	42

CAPÍTULO VI

COMPARTAMOS BANCO

6.1 Perfil de Compartamos Banco	45
6.2 Descripción y tipos de crédito de Compartamos Banco	46
6.3 Filosofía de Compartamos Banco	48
6.4 Premios y reconocimientos de Compartamos Banco	50

CAPÍTULO VII

CASO PRÁCTICO

7.1 Datos financieros	52
7.2 Desarrollo del EVA en función del modelo de valuación de activos de capital CAPM (Capital Asset Pricing Model)	54
7.3 Desarrollo de los Indicadores financieros tradicionales a través de la fórmula Dupont	58
7.4 El EVA comparado con los indicadores financieros tradicionales	60
7.5 Comprobación de hipótesis	62
7.6 Conclusiones	64
7.7 Resumen de comprobación de hipótesis	66

GLOSARIO DE TÉRMINOS	67
-----------------------------	-----------

GLOSARIO	68
-----------------	-----------

BIBLIOGRAFÍA	72
---------------------	-----------

SITIOS DE INTERNET	74
---------------------------	-----------

INTRODUCCIÓN

El desarrollo de una economía global exige que las empresas orienten sus esfuerzos a la generación de valor, por la existencia de un mercado competitivo, la calidad en las empresas es un factor importante, porque de eso depende su existencia esta se logra a través, de sus empleados (capital humano), clientes, proveedores, y la comunidad a la que llega el bien o el servicio.

El origen de la valuación de empresas surge por la consideración de que los informes financieros tradicionales muestran en forma limitada el valor de la empresa, por lo que es necesario que se ajusten los resultados contables y se utilice un modelo de valuación de empresas.

Valuación es el proceso mediante el cual se obtiene una medición de los elementos que constituyen una empresa o una aproximación de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de la misma que interese cuantificar.

Las personas que invierten su dinero no sólo buscan recompensas en forma de dividendos y en forma de aumento del valor de sus acciones, sino que también desean perspectivas de crecimiento de la compañía a corto, mediano y largo plazo.

La creación de valor para el accionista así considerada tiene como punto de partida el concepto de valor de mercado de la compañía (tanto en empresas que cotizan en la bolsa como no cotizadas) y su estimación a través del descuento de flujos de caja. Este planteamiento coloca las bases necesarias para alcanzar un control a seguir por parte de los directivos y fomentar el desarrollo y crecimiento sólido de las compañías.

La administración de valor consiste en aplicar los principios conocidos como una buena política financiera en la gestión diaria de las operaciones, en el análisis de las inversiones, en las políticas de endeudamiento y en los dividendos, así como en la ejecución táctica de dichas políticas.

En este caso se utilizará el modelo valor económico agregado (EVA). Marca registrada por Stern Stewart & CO que convierte los valores contables de una empresa en valores económicos, lo cual representa todos los recursos invertidos en la empresa tanto por los prestamistas, como por los accionistas o dicho de otra forma, determina el valor de la empresa por la capacidad de ganar una tasa de rendimiento superior a su costo de capital.

En esta investigación se propuso y se aplicó una metodología para la determinación del valor de la empresa con mayor presencia en el otorgamiento de microcrédito "Compartamos Banco", utilizando el modelo de valor económico agregado.

La presente tesis se divide en siete capítulos los cuales tratan:

CAPÍTULO I METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN.

El primer capítulo muestra la metodología de investigación que se utilizará para el desarrollo de la tesis.

CAPÍTULO II SEMBLANZA HISTÓRICA DE LA VALUACIÓN DE EMPRESAS.

Este capítulo tiene como propósito principal, explicar los antecedentes de la valuación de empresas, conceptos de valor, y las razones que motivan para hacer una valuación financiera en las empresas.

CAPÍTULO III PROCESO Y MÉTODOS APLICADOS EN LA VALUACIÓN DE EMPRESAS.

Este capítulo hace mención sobre la información que se requiere para el proceso de valuación, tipos de valor, las adecuaciones financieras que se deben realizar con el objetivo de adaptarlas a la valuación; también nos presenta las estrategias, procesos administrativos y de producción, y un organigrama para crear valor en las empresas.

CAPÍTULO IV VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA).

Dentro de este capítulo se aborda la Historia Corporativa Stern Stewart & Co. Personas que patentaron y dieron origen al término valor económico agregado (EVA), su determinación y cálculo, ventajas y desventajas del EVA, formas para incrementar el valor en la empresa, y los Indicadores financieros tradicionales utilizados por varias calificadoras y firmas de consultoría.

CAPÍTULO V HISTORIA DEL MICROCRÉDITO.

Este capítulo nos presenta los orígenes y evolución del microcrédito, así como las Instituciones financieras que lo otorgan.

CAPÍTULO VI COMPARTAMOS BANCO.

En este capítulo se mencionan los orígenes de Compartamos Banco, sus servicios financieros, filosofía y reconocimientos que ha recibido Compartamos Banco por su desempeño financiero.

CAPÍTULO VII CASO PRÁCTICO.

Este último capítulo nos muestra los resultados obtenidos con el valor económico agregado (EVA), la comparación con los Indicadores financieros tradicionales y las conclusiones del presente trabajo.

CAPÍTULO I

METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

1.1 Justificación del tema.

La creación de valor es uno de los temas financieros con mayor relevancia en la actualidad. Cada vez son más las empresas que reconocen la necesidad de la creación de valor, reconociendo que éste es uno de los objetivos prioritarios de las empresas para poder competir.

Una empresa que genera valor es aquella que efectivamente cuenta con capital invertido, pero que es capaz de hacer que constantemente ese capital produzca rendimientos que superen el costo de capital durante la vida esperada de la misma.

El indicador más adecuado para medir el éxito de una empresa se relaciona con su capacidad para determinar su valor, uno de ellos es el valor económico agregado (EVA), el cual es método que se está usando para medir la buena marcha de los negocios.

1.2 Planteamiento del problema

En la actualidad existen diversos métodos para asignarle valor a una empresa, uno de estos métodos es el llamado valor económico agregado (EVA) es una marca registrada por Stern Stewart & CO, que se utiliza para saber si la empresa genera valor económico o no lo genera.

El EVA se analizará para saber si es un método adecuado para valorar y determinar el valor económico de una empresa dedicada a otorgar microcrédito en México.

El método EVA, se analizará y se comparará con los indicadores financieros de rentabilidad que se utilizan comúnmente como son: el retorno sobre el capital (ROE), y el retorno sobre los activos (ROA).

1.3 Hipótesis

Principal

El método de Valor Económico Agregado (EVA), se entiende como las utilidades netas en operación después de impuestos menos el costo de capital empleado para generar esas utilidades, el EVA se incrementa si las utilidades netas en operación aumentan siempre y cuando no se haya involucrado capital

adicional. Este método nos ayuda a calcular el valor económico que ha desarrollado la empresa, durante cierto periodo de tiempo.

Secundarias

1.-Si el valor económico agregado (EVA) es positivo, significa que la compañía ha generado valor económico.

2.-Si el valor económico agregado (EVA) es negativo, significa que la compañía no ha generado valor económico.

3.-Existe una relación entre los resultados del valor económico agregado (EVA) con los indicadores financieros tradicionales tales como: retorno sobre los activos (ROA) y retorno sobre el capital (ROE).

1.4 Objetivo general

En la presente investigación, se analizará el valor económico agregado (EVA), como método que determine el valor económico de la empresa Compartamos Banco, financiera líder dedicada al otorgamiento de microcrédito en México, así como su desempeño financiero a través del tiempo.

1.5 Objetivo específico

1. Determinar y diseñar la estructura y desarrollo de la investigación para adecuarla formalmente.
2. Definir qué es la creación de valor.
3. Analizar la forma en que puede valuarse una empresa.
4. Establecer que se entiende por administración orientada a la creación de valor.
5. Conocer las estrategias que son adecuadas para crear valor.
6. Analizar la estructura del valor económico agregado (EVA) y las bases de cálculo para saber si son útiles para medir el valor de una empresa.
7. Analizar el uso del EVA como indicador para mejorar la toma de decisiones de una empresa en México.
8. Comparar el EVA con otros indicadores financieros para identificar sus ventajas y desventajas en la toma de decisiones de una empresa dedicada al microcrédito en México.

1.6 Alcance de la investigación

Por medio del valor económico agregado (EVA), se analizará la empresa Compartamos Banco, al ser la que tiene mayor presencia en el sector enfocado al microcrédito en México.

1.7 Limitaciones

Existen gran número de instituciones financieras sin embargo se eligió la empresa con mayor presencia en México, y que lleva mayor tiempo en el mercado. Las fuentes de información financiera sobre la empresa serán tomadas de la calificadora Fich Rating México, que ofrece datos financieros para los cálculos, y no por la empresa financiera Compartamos Banco.

A través del tiempo el Banco Compartamos ha tenido una evolución, de Organización No Gubernamental a Sociedad Financiera de Objeto Limitado, y posteriormente se transforma en banco.

Se utilizará información, en la parte de los antecedentes de la valuación de empresas y en el desarrollo del EVA, de la tesis titulada “Análisis de los métodos de valuación de empresas y la relación de estos con la capacidad que las organizaciones tienen para generar valor económico: propuesta para reportar, en la información financiera, el valor de las organizaciones y su capacidad para generarlo”, de Juan Alberto Adam Siade.

CAPÍTULO II

SEMBLANZA HISTÓRICA DE LA VALUACIÓN DE EMPRESAS

2.1 Antecedentes de la valuación de empresas.

Según Van Horne¹, las finanzas de la empresa surgieron como un campo de estudio independiente al de la economía a principios del siglo XX. Esto significa que en ese siglo cuando se empiezan a crear teorías que explican, exclusivamente, los hechos financieros. Esto nos indica que antes de ese siglo no existían teorías que explicaran las finanzas como tales; sino que las teorías que se desarrollaban respondían a la economía general.

Para determinar cual sería la perspectiva teórica de las finanzas, es necesario analizar la evolución que han tenido desde que se estudian como campo específico. Es por ello que nos retomamos al año 1900 en que se inicia la tendencia por emitir y manejar grandes volúmenes de valores de renta fija y renta variable. Los registros contables y financieros no eran como los que se usan hoy en día ni tampoco había reglamentaciones que hicieran necesarias la obtención y difusión de la información financiera.

En ese mismo año, el Consejo de la Universidad de Nueva York estableció la que se considera la primera Escuela de Comercio, Contabilidad y Finanzas de todo el mundo.

En la década de los veinte, el estudio de las finanzas se orientó a la liquidez y al financiamiento de las empresas, la atención se centraba mas en el financiamiento externo que en la administración interna. A finales de esta década se acrecentó el interés por el análisis de los valores considerado una figura importante para el estudio de las finanzas corporativas de la época.

La depresión de los años treinta, obligó a centrar el estudio y la teoría de las finanzas a las cuestiones defensivas de la supervivencia. Se habló de preservar la liquidez, de quiebras, de liquidaciones y de reorganización. Una de las principales preocupaciones era saber como podía protegerse un inversionista del financiamiento externo.

Los problemas surgidos en esta época, como fueron los abusos en el endeudamiento, los fracasos de múltiples empresas y las formas fraudulentas en que fueron tratados los inversionistas, provocaron que creciera la demanda de regulaciones y, en consecuencia, que con ellas creciera la teoría financiera. Con las regulaciones acompañadas de un control gubernamental, se aumentó la información financiera que debían conocer las empresas, lo que provocó que el análisis financiero fuera más amplio.

¹ Van Horne, James, *Administración financiera*, novena edición, Pentice Hall, México, 1993, pp.2-7.

En la década de 1940, las finanzas se orientaron más hacia el financiamiento externo, con mayor orientación a los flujos de efectivo, que hacia la toma de decisiones desde el interior de la empresa.

A principio de la década de 1950 Frederick y Vera Lutz presentaron una amplia teoría de la empresa en su libro “La teoría de la inversión de la empresa” (The Theory of Investment of the Firm)². Por su parte Joel Dean presenta el libro “Presupuesto de capital” (Capital Budgeting)³. Estos trabajos constituyeron los fundamentos del desarrollo teórico de las finanzas. Así mismo, a raíz de estos, adquirió importancia el concepto de presupuesto de capital y se diseñaron métodos y técnicas para seleccionar los proyectos de inversión de capital que condujeron al marco de distribución eficiente del capital de la empresa.

Con la llegada de la computadora, los sistemas de información le brindaron al administrador financiero, los elementos necesarios para que la toma de decisiones se realizara de forma mas adecuada. Se desarrollaron las técnicas de operaciones y decisiones, y se agilizaron los medios que usan las empresas para realizar las operaciones bancarias, pagar sus cuentas, administrar la cobranza, traspasar efectivo y el manejo de riesgos cambiarios, entre otros.

En esta misma década se desarrollaron modelos de valuación para auxiliar la toma de decisiones financieras. Estos modelos tenían como propósito la evaluación crítica de la estructura de capital y de la política de dividendos del negocio, con respecto a la evaluación en su conjunto. Sobresalieron en estos temas Modigliani y Miller quienes sentaron las bases para estudios teóricos más profundos que continúan a la fecha. Ellos mencionaban que las políticas de endeudamiento y de dividendos carecían de importancia para una valuación en mercados sin imperfecciones; en la actualidad, se han tratado de identificar las imperfecciones del mercado que podrían influir en la valuación.

En la década de 1960, se desarrollo la teoría de la cartera (Portfolio Theory) de valores que había sido presentada en 1952 por Markowitz⁴. Esta teoría dice que el riesgo de un activo individual, no se debe juzgar a través de las desviaciones del rendimiento que se espera, sino con base a su contribución marginal al riesgo global de un portafolio de activos. En esta misma década se desarrollaron investigaciones sobre la teoría de los mercados eficientes y se diseño el modelo de fijación de precios de los activos, que también es conocido como modelo de valuación de activos de capital “CAPM” (Capital Asset Pricing Model), por sus siglas en ingles el cual extendió y perfeccionó la teoría del portafolio.

En la década de 1970 se perfeccionó más el modelo de fijación de precios de los activos de capital. Se mencionaban que parte del medio del negocio carecía de importancia para los inversionistas, ya que este se podía diluir en los portafolios de las acciones en su poder. En esta misma década surgió una de las aportaciones de mayor relevancia en el ámbito financiero del siglo veinte, ya

² Van Horne, op.cit. pp.2-7.

³ Idem.

⁴ Idem.

que en el año de 1973, Black Scholes formularon el modelo de fijación de precios de opciones para la evaluación relativa de los derechos financieros. En la actualidad este modelo es utilizado por miles de personas, para manejar grandes volúmenes de valores y divisas en instituciones financieras; Asimismo las investigaciones que hacen los teóricos de las finanzas han aumentado en forma considerable para perfeccionar este modelo que en sus orígenes no consideraba los dividendos en las empresas y gracias al perfeccionamiento que se le ha dado ahora así los considera, lo que lo hace mas confiable y exacto en una valuación de acciones. La década de 1980 se caracterizó por mejorar la precisión de la teoría financiera a nivel mundial surgieron grandes avances intelectuales en la valuación de empresas se le dio especial atención a lo que Modigliani y Miller iniciaron en los cincuenta, ya que se estudió con mayor detalle el efecto que las imperfecciones del mercado tienen sobre el valor. Se habla de mercados incompletos en los que los deseos de los inversionistas en valores no se satisfacen. Asimismo, la calidad de la información que maneja la empresa y las diferencias en su manejo para la administración, para los inversionistas en valores, para clientes, proveedores y empleados fue un área de las finanzas altamente investigada.

En los años noventa se caracterizan por la globalización de las finanzas y el consistente aumento en la generación de riqueza. La teoría financiera propone los mercados financieros mundiales. Las últimas dos décadas se han caracterizado por una gran volatilidad de la inflación, los tipos de cambios y las tasas de interés.

La última década del siglo XX se caracterizó por la incertidumbre económica a nivel mundial, los problemas de financiamiento externo, los problemas de préstamos internos, los excesos especulativos y los problemas éticos en algunas empresas financieras entre otros. Todos estos acontecimientos han dado origen a innovaciones financieras entre las que destacan los modelos para medir el riesgo de los mercados y la forma de valorar una empresa desde una perspectiva económica con el modelo conocido como EVA por sus siglas en ingles Economic Value Added (Valor Económico Agregado). Las empresas están adoptando teorías enfocadas a administrar con base en el valor. Se habla de técnicas como la administración basada en las actividades, los costos y los presupuestos y la reingeniería de procesos. Las finanzas actualmente se caracterizan por el cambio continuo para adoptar nuevas ideas y técnicas.

En los inicios del siglo XXI se seguirá hablando de globalización de las finanzas, los cambios surgirán cada vez con mayor prontitud. Sin embargo, las teorías financieras ya no se podrán enfocar exclusivamente a la generación de la riqueza, sino que deberán orientarse al servicio del hombre.

Las finanzas ofrecerán grandes oportunidades de investigación y consecuentemente la posibilidad de que, con base en esta realidad, se desarrollen teorías que representen, a partir de la evidencia empírica que nos ofrece el mundo financiero, la posibilidad de conocer en una forma mejor el comportamiento de los mercados financieros y, a nivel de la administración financiera de las organizaciones en general lograr una mejor eficiencia en la obtención de la asignación del capital financiero, que no solo afecta a las

empresas sino que genera un efecto en los mercados financieros y consecuentemente en la economía en general, dependiendo de la eficiencia con que participen los usuarios de este capital, y de la forma en que los asignen en términos de viabilidad de proyectos y de la recuperación y rendimiento de los mismos. Situación que no se contrapone con la generación de valor económico.

En México una de las instituciones que ha realizado estudios de los métodos para valuar empresas es la Sociedad Panamericana de Estudios Empresariales, A.C. algunos de sus métodos son los siguientes:

- Generación Económica Operativa (GEO).
- Rendimiento Sobre la Inversión Operativa Neta (RION).

En la actualidad la valuación de empresas se basa en la información de teorías realizadas en el extranjero principalmente de Estados Unidos de Norteamérica, en este país se realizan transacciones financieras como la venta y compra de empresas por lo cual una valuación bien hecha revela seriedad y profesionalismo, y da seguridad de que el precio de la transacción estará sólidamente fundado.

Algunos de los métodos mas utilizados para valuar empresas son:

- Economic Value Added (EVA) o Valor Económico Agregado.
- Market Value Added (MVA) o Valor de Mercado Agregado.
- Cash Value Added (CVA) o Caja Generada por las Operaciones.
- Shareholder Value Added (SVA) o Valor Agregado para el Accionista.
- Total Shareholder Return (TSR) o Tasa de Retorno Anualizada.
- Cash Flow Return on Investment (CFROI) o Rentabilidad de las Inversiones en Base a Flujos de Caja.

2.2 Definiciones de la palabra valor.

¿Qué entendemos por valor?

Definición de la Real Academia Española: Valor es la cualidad de las cosas en virtud de la cual se da por poseerlas cierta suma de dinero o equivalente.

Sociedad americana de valuadores (American Society of Appraisers): El valor es el precio al cual una propiedad cambiaria de manos entre un comprador y un vendedor interesados sin ninguna obligación de comprar o vender y ambos teniendo conocimientos razonables de los hechos relevantes.

Fundación de valuadores (Appraisal Foundation): Valor de mercado el precio más probable por el cual una propiedad puede ingresar en un mercado abierto y competitivo bajo todas las condiciones requeridas para realizar una venta justa. El comprador y el vendedor actúan de forma prudente y racional y asumiendo que el precio no está afectado por ningún tipo de estímulo inapropiado.

Warren Buffet: Precio es lo que uno paga y valor es lo que uno obtiene.

El valor para los accionistas tiene que ver con métodos de desempeño orientados a la administración del valor. En otras palabras el concepto de valor, en el ámbito de los negocios, está muy relacionado con las diferentes técnicas que se utilizan para definir el valor de una empresa para fines de una transacción de compraventa de acciones, o para analizar el desempeño administrativo de la empresa, bajo el imperativo de crear valor para el accionista.

- ¿Qué es la creación de valor?

En términos económicos se crea valor cuando el rendimiento del capital (utilidades/capital invertido) excede el costo de dicho capital.

El concepto de valor⁵ para los accionistas a dado lugar a un nuevo enfoque en la administración de las empresas que se conoce como “administración basada en el valor”, y que significa el conjunto de técnicas bajo las cuales las empresas pueden ser analizadas, reorientadas y administradas con el propósito de crear valor.

A finales de la década de los noventa, pero con mayor fuerza en los inicios del año 2000, tiene nacimiento la “administración basada en valor.”

⁵ Uriarte, Héctor M. coordinador, *Valuación de empresas y creación de valor*, México, UNAM, Pricewaterhouse Coopers, IMEF, 2002, pp.1-2

2.3 Diez Conceptos para entender la creación de valor⁶.

1. El objetivo de crear valor para los accionistas, tiene como fin maximizar su riqueza, parece dominante en el entorno empresarial actual. Este objetivo resume el resto de los objetivos económico-financieros relacionados con la rentabilidad, el crecimiento, la liquidez, la estructura de financiamiento y el riesgo, pues todos ellos contribuyen a ese fin. Crear valor para el accionista es el objetivo de la función financiera los parámetros principales que explican este objetivo son la toma de decisiones de inversión, de financiamiento y la política de distribución de dividendos que se practique; así como las exigencias de rentabilidad de los accionistas y el nivel de riesgo.

2. El valor específico de cualquier empresa depende de los flujos de efectivo futuros que se generen.

Para medir el valor creado durante un período de tiempo por una empresa es preciso estimar su valor al inicio y al final.

3. Valor y creación de valor no son conceptos iguales.

Una empresa puede presentar un valor elevado respecto a otras empresas del sector o respecto a sus valores contables y, sin embargo, estar destruyendo dicho valor y viceversa.

4. Para crear valor es preciso que el rendimiento obtenido por los accionistas supere a la rentabilidad que exigen, expresando ésta como el rendimiento que podrían obtener en alternativas de inversión de riesgo similar.

5. Lo que determina la creación de valor para el accionista no es exactamente la mejora de la situación de la empresa, como se afirma con frecuencia, sino que el rendimiento obtenido de las inversiones de la empresa sea capaz de superar sus expectativas; con independencia de que dicho progreso se materialice en los resultados contables del período analizado.

6. Es habitual que las empresas persigan aumentar el beneficio neto, pues con ello consideran que crean valor para su accionista. La forma de incrementarlo puede venir por la vía del crecimiento, la diversificación, la mejora de la eficiencia productiva, la adquisición de otras compañías, etc.

Sin embargo, el aumento del beneficio no garantiza crear valor. Este comportamiento diverso del beneficio y de la creación de valor se pone de manifiesto, por ejemplo, cuando una empresa aumenta, acertadamente, los gastos de desarrollo estratégico de la actividad relacionados con la innovación, el desarrollo tecnológico, la mejora de sus procesos, el posicionamiento de su marca, el servicio al cliente, la calidad o la formación: su beneficio a corto plazo disminuye, pero, a la vez, se debe incrementar su valor como reflejo de la esperada mejora de su posición competitiva (mejora de la expectativas futuras).

⁶ Esta información se encuentra: <http://www.altair-consultores.com/> Altair-consultores, *Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista*, España, 2002, pp. 12-13.

7. Desde hace mucho tiempo, el criterio de valor se utiliza sistemáticamente en la toma de decisiones de negocio y, en concreto, en la evaluación de inversiones. En este sentido, el valor actual neto (VAN) de un proyecto que mide el valor que se espera que cree su ejecución, es un criterio financiero de evaluación utilizado ampliamente por las empresas.

8. El método aplicable a cualquier empresa o activo para estimar su valor consiste en calcular el valor actualizado de las rentas monetarias futuras que se prevé generará para su propietario.

La dificultad de este método de valoración nace de las limitaciones para realizar unas previsiones razonables de los flujos futuros y de la imprecisión para determinar la tasa de descuento para calcular su valor actual.

9. El valor creado para el accionista ha de basarse, al igual que hace el análisis de inversiones, en el incremento del flujo de efectivo esperado por los accionistas, que es más tangible que el beneficio. El accionista invierte su dinero y lo que le interesa es el dinero que va a recibir a cambio.

Son dos los elementos principales que alimentan el valor creado desde el punto de vista del accionista de una empresa: el aumento experimentado por el valor de las acciones, los dividendos percibidos y otras posibles retribuciones monetarias; como por ejemplo, los reembolsos de capital. De la suma de estos conceptos hay que deducir la rentabilidad que hubiesen obtenido los accionistas de haber invertido en alternativas de riesgo similar, es decir, el costo de oportunidad de mantener su inversión en la empresa.

10. El indicador más adecuado para medir el éxito de la empresa se relaciona con su capacidad para crear valor para el accionista. La práctica financiera ofrece una serie de parámetros que pretenden evaluar la calidad de la gestión y que, con mayor o menor intensidad, se relacionan con la creación de valor para el accionista.

2.4 Razones para hacer una valuación financiera de las empresas.

Hoy en día las empresas que quieren comprar, vender, fusionarse, expandir su negocio, realizar alianzas estratégicas, deben tomar en cuenta las siguientes razones para realizar una valuación financiera:

1.-Trazar caminos de crecimiento:

Es evidente que todas las empresas desean un crecimiento en un corto, mediano y largo plazo, la diferencia radica en el trabajo que se realiza, el cual tiene que ser evaluado y calificado.

2.-Evaluar el desempeño de la gerencia:

Las decisiones que toma una empresa siempre son por personas con alta experiencia como los directivos, esto es porque tienen a su cargo personas que realizan el trabajo, pero los que a final de cuentas responden por dicho trabajo son los directivos de las diferentes áreas, los cuales van a ser evaluados en determinado tiempo.

3.-Negociar con instituciones financieras:

Todas las empresas financieras que otorgan algún tipo de crédito, realizan una evaluación crediticia para saber si una empresa, puede pagar sus deudas a corto mediano o largo plazo, esto por medio de la información financiera.

4.-Analizar la conveniencia de llevar acabo una venta, fusión o adquisición:

Las personas dueñas de una empresa o parte de esta por medio de las acciones, quieren saber siempre como se ha comportado su inversión por medio del beneficio que obtienen a través de las utilidades, dependiendo de sus expectativas ellos decidirán el futuro de la empresa, a través de una venta, fusión o adquisición.

5.-Invitar a nuevos socios o separar a existentes:

Cuando se invierten en un negocio muchos de los socios creen que solo hicieron una inversión, y que solo deben recibir beneficios económicos, por haber invertido, pero dejan de lado todo lo relacionado con la empresa la descuidan y esto puede llevar a los demás socios a separar a los existentes o invitar a otras personas a realizar una inversión.

6.-Determinar la capacidad de endeudamiento de la empresa:

Muchas de las razones de quiebra de las empresas, son por no haber planeado la capacidad de liquidez y solvencia de sus deudas, esto quiere decir que siempre de deben tener una buena administración de sus deudas a corto, mediano y largo plazo.

7.-Analizar las posibilidades que ofrece una alianza estratégica:

En estos tiempos las alianzas estratégicas han tomado mucha fuerza, pero todas las empresas que realizan una alianza estratégica llevan a cabo una valuación para decidir si esta alianza les beneficiará.

8.-Medir el impacto de las grandes inversiones:

Los grandes inversionistas siempre quieren saber el camino que está tomando su inversión, ellos saben que el dinero tiene cierto valor a través del tiempo, es por esto que exigen que se valore su inversión, y la utilidad que se está percibiendo.

9.-Estudiar las posibilidades de incorporarse a la bolsa:

La valuación es el modo de justificar el precio al que se ofrecerán las acciones en la bolsa, esta valuación financiera que las empresas realizan les ayuda a tomar la decisión de incorporarse a la bolsa.

10.-Repartir en forma eficiente herencias y legados:

Cuando los dueños de las empresas deciden dejar sus negocios en manos de sus familiares o instituciones por cualquier circunstancia estos querrán saber que valor tiene su herencia o legado que va a recibir.

11.-Enfocar a la empresa a la generación de valor:

Uno de los objetivos de una valuación financiera es para identificar las fuentes de creación y destrucción de valor en una empresa.

12.-Solicitar crédito y capital fresco:

Las empresas para poder realizar sus actividades piden ayuda externa, las más comunes son las instituciones financieras públicas y privadas, quienes otorgan productos o servicios como líneas de crédito, otorgadas bajo previa evaluación crediticia.

Como se puede observar son diversas las razones por lo que una empresa realiza una valuación, esto depende mucho de la situación financiera, pero uno de los mayores objetivos es tener un valor agregado tanto para empleados y accionistas.

CAPÍTULO III

PROCESO Y MÉTODOS APLICADOS EN LA VALUACIÓN DE EMPRESAS

3.1 Información requerida para el proceso de valuación⁷.

Es necesario integrar un expediente con la información tanto interna como externa que permita tener:

- a) Una visión panorámica del entorno en el cual se desenvuelve la empresa, es decir, el medio ambiente en el que opera el negocio.
- b) Una visión detallada de las características y aspectos individuales del negocio a evaluar.

Información que se requiere para valorar una empresa:

1.-Estados financieros

Auditados de los últimos 4 años (informe completo: dictamen de los estados financieros y sus notas correspondientes).

2.-Plan de negocios

Descripción general de la empresa: consiste en una breve presentación de la entidad describiendo los orígenes del negocio, y su pasado reciente su presente y perspectivas futuras; así como aspectos cuantitativos relevantes tales como número de sucursales, ventas, utilidades del último ejercicio.

Descripción de los motivos y objetivos que dan origen a la realización de la valuación del negocio.

Tendencias del sector o industria en la que participa: es necesario consultar fuentes de información externas donde se encuentre una descripción de los factores económicos, financieros y políticos. Propios a los datos del crecimiento o decadencia del sector acerca de la rentabilidad de otras compañías, existencia de regulaciones específicas a dicha industria.

Problemática financiera de la empresa: este análisis se refiere a que si la empresa tiene liquidez y solvencia.

⁷ Siu Villanueva, Carlos, *Valuación de empresas, proceso y metodología*, México, IMCP, 2001, pp. 28-32.

Estudio de mercado se encuentra encaminado al análisis de:

La demanda: consiste en estudiar la evolución histórica y proyectada del requerimiento de los bienes y servicios mediante diversas herramientas, que permiten conocer las características y preferencias de los demandantes.

La oferta: Consiste en establecer el vínculo entre la demanda y la forma en la que esta será cubierta por la producción presente o futura.

Estudio de productos: Es necesario un análisis de las características del consumo, vida, evolución y estacionalidad de los bienes; dependencias de modas y hábitos de los consumidores; productos sustitutos, publicidad y propaganda, canales de distribución entre otros factores.

Capacidad de sus instalaciones y descripción del proceso productivo: Se hace referencia a los cambios tecnológicos, obsolescencia de los activos fijos e instalaciones, grado de integración, flexibilidad o rigidez de los procesos de producción, todo lo relativo a la producción que influya a la posición competitiva.

Principales competidores nacionales y extranjeros: Se deberá analizar el tamaño y su número, las tendencias históricas y sus perspectivas futuras, canales de distribución, capacidad instalada y su tecnología, así como la calidad, servicio y precio de sus productos.

Principales clientes y proveedores: Lista de los clientes y proveedores principales con sus condiciones de venta y compra.

Ventajas y desventajas competitivas: Es necesario estudiar aquellas opciones de carácter interno que la entidad pueda utilizar en su beneficio, así mismo se debe de precisar las debilidades, con el objeto de corregirlas y no permitir que otras empresas las utilicen.

Oportunidades y riesgos: Ambos conceptos deberán ser analizados en forma similar que las ventajas y desventajas competitivas, la diferencia son que las primeras son de carácter externo, es decir, no se consideran en el entorno donde se desenvuelve la organización.

Algunos ejemplos de oportunidades: Condiciones favorables para la reestructura financiera, nuevos esquemas e instrumentos para apoyo a deudores, recursos financieros disponibles no colocados por falta de proyectos y empresas viables, Inversionistas nacionales y extranjeros dispuestos a arriesgar en México, oportunidades en sectores diversos (extracción de materias primas, transformación, y servicios. avances inesperados en el ambiente sociopolítico, Incrementos en las exportaciones.

Algunos ejemplos de riesgo: deterioro en el ambiente sociopolítico, mercado cambiario inestable que conlleva altos costos en las reservas internacionales y en las tasas de interés, volatilidad de las oportunidades de negocio, incremento de los problemas de instituciones financieras.

Planes y estrategias futuros: Se refiere a las metas, objetivos, estrategias y políticas diseñadas y puestas en marcha por la administración, que tienen como finalidad el crecimiento, desarrollo y posicionamiento de la empresa.

Estructura legal de la empresa: Información referente a los aspectos de tipo legal. Se deberá revisar el acta constitutiva, reformas, aumentos de capital, y poderes, libros de actas etc.

Situación fiscal: Las implicaciones de carácter fiscal son de gran importancia por lo que se deberán revisar a detalle, obteniendo copia de la última declaración anual, declaraciones provisionales, así como relación de los impuestos a favor y por pagar y en su caso contingencias fiscales.

Compromisos contractuales: Se refiere a los convenios o contratos adquiridos con terceros tales como: patentes, pago de regalías, activos otorgados en garantía, hipotecas sobre bienes inmuebles, seguros etc.

Miembros del consejo de administración, principales ejecutivos y organigrama de la empresa.

Personal sindicalizado y de confianza.

3.- Proyecciones financieras con un horizonte de 4 años:

Año base dictaminado.

Premisas macroeconómicas y operacionales.

Presupuesto anual para el año en curso y su cumplimiento.

4.-Fuentes de información externa:

Bolsa mexicana de valores.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Cámaras de Comercio de los diversos sectores industriales.

Instituciones de carácter público y privado.

Periódicos, revistas especializadas e Internet.

3.2 Tipos de valor.

- Valor en libros⁸

El valor contable de las acciones también llamado valor en libros, patrimonio neto, o fondos propios de una empresa es el valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas). Esa cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir el excedente del total de los bienes y derechos de la empresa sobre el total de las deudas con terceros.

- Valor en libros corregido⁹

Este método también se basa en los datos contenidos en el balance general, la diferencia consiste en los ajustes realizados que se llevan a cabo para determinar un valor del mercado; en otras palabras se realiza un inventario de las partidas que integran el activo y se consideran únicamente aquellas que consisten en productos y derechos que le son útiles, al juicio del posible comprador.

- Valor justo de mercado¹⁰

Es la definición del valor que se utiliza con mas frecuencia en la valuación de empresas y se define como “El precio al cual una propiedad cambiaria de manos entre un comprador y un vendedor interesados, sin ninguna obligación de comprar o vender y ambos teniendo conocimiento razonable de los hechos relevantes “.

- Valor de mercado

Es el precio mas probable por el cual una propiedad puede ingresar en un mercado abierto y competitivo, bajo todas las condiciones requeridas para realizar una venta justa: tanto el comprador como vendedor actúan de manera prudente y racional, asumiendo que el precio no esta siendo afectado por ningún tipo de estímulo inapropiado. Implícitamente en esta definición se asume la consumación de la venta a una fecha determinada, así como la transferencia de propiedad bajo las siguientes condiciones entre otras:

- Tanto el comprador como el vendedor están interesados en la transacción.

⁸ Siu Villanueva, Carlos, *Valuación de empresas, proceso y metodología*, México, IMCP, 2001, 230 pp.56-57

⁹ Idem.

¹⁰ Uriarte, Héctor M. coordinador, *Valuación de empresas y creación de valor*, México, UNAM, PricewaterhouseCoopers, IMEF, 2002, pp. 18.

- Ambas partes están bien informadas y asesoradas, y actuando dentro de lo que consideran sus mejores intereses.
- Un tiempo razonable de exposición al mercado abierto.
- El pago se realiza en efectivo o bajo algún otro tipo de arreglo financiero comparable.
- El precio representa consideraciones normales para que la propiedad sea vendida, sin afectación por financiamientos especiales o diferentes, concesiones de venta otorgados por alguna persona asociada con la transacción de venta.

La diferencia principal radica en el tipo de activo, propiedad o interés a ser valuado. En ocasiones la diferencia de valor de mercado se utiliza con mayor frecuencia para hacer referencia a bienes muebles e inmuebles.

3.3 Estrategias orientadas a la creación de valor en las empresas.

La administración de una compañía bajo criterios de creación de valor puede resumirse en los siguientes pasos¹¹:

1. El punto inicial para la implementación de medidas creadoras de valor es el conocimiento de la compañía. Esto implica conocer cuáles son las variables con capacidad significativa de impacto en la creación de valor. A estas variables se las llama variables generadoras de valor.

2. Analizar de forma detallada la capacidad de crear valor por parte de cada una de las dimensiones del negocio: unidades de negocio, zonas geográficas, sectores, productos, clientes, etc., y su impacto en cada una de las variables generadoras de valor global en la compañía.

3. Una vez que se ha decidido la estrategia de creación de valor, la dirección de la empresa debe promover la asignación eficiente de recursos a las unidades creadoras de valor; dado que el análisis de creación de valor va mucho más allá de un simple planteamiento de ingresos menos costos y es necesario comparar la capacidad de crear valor por encima del costo del capital.

La asignación de recursos a cada dimensión del negocio adquiere por tanto una enorme relevancia.

4. En la mayoría de las organizaciones existe una serie de dimensiones del negocio que proporcionan la mayor parte del valor a una compañía, mientras que existen otras que únicamente son consumidoras de capital. Además, cada dimensión lleva asociada un nivel de riesgo concreto; bien por zonas geográficas, por sector, o por el tipo de negocio.

¹¹ Esta información se encuentra: <http://www.altair-consultores.com/> Altair-consultores, *Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista*, España, 2002, pp. 53-54.

Estos riesgos influyen directamente en el costo del capital invertido y, por tanto, en la capacidad de crear o destruir valor de cada dimensión del negocio. Por tanto, las conclusiones del análisis de la asignación de recursos suponen, generalmente, la potenciación de las dimensiones creadoras de valor, a través de la aplicación de nuevos recursos y la falta de inversión total o parcial de aquellas destructoras de valor.

5. El análisis de la viabilidad económica de las inversiones valor actual neto (VAN) ocupa un aspecto esencial en la gestión orientada al valor. Este procedimiento permite analizar la creación de valor por parte de cada una de las inversiones iniciadas, permitiendo priorizarlas de acuerdo con el objetivo de creación de valor.

6. Una vez definidos los objetivos clave para cada una de las medidas operacionales de cada una de las dimensiones del negocio, es necesario identificar los directores o administradores involucrados en conseguir dichos objetivos y vincular su gestión a la consecución de los objetivos a través de una retribución variable.

Aquí ocupan un papel relevante los sistemas de compensación a la dirección de la empresa, su determinación, su cuantificación y el momento de hacer efectiva dicha compensación.

El sistema de compensación para la dirección debe estar alineado con la creación de valor en la empresa y debe desarrollarse a todos los niveles de la organización.

7. Establecer una política de comunicación a todos los niveles de la empresa de la administración orientada al valor es fundamental para el entendimiento por parte de todos de esta política, para que se involucren y para la consecución de los objetivos.

Dado que es necesario establecer una relación entre la actividad diaria de la empresa y la creación de valor, al menos las siguientes acciones deberían implementarse:

- Establecer un sistema de indicadores propios para cada unidad de negocio. Esto implica elegir adecuadamente los indicadores de “resultados” de cada unidad, las fuentes para su cálculo, la fórmula para su determinación y el control y seguimiento de los mismos.
- Combinar indicadores de “resultados” financieros y no financieros en la presentación de sus informes sobre los resultados de una empresa o unidad de negocio (por ejemplo, tasas de crecimiento de la cifra de negocios con incremento del tamaño del pedido medio por cliente).
- Fijar indicadores de “resultados” que sirvan como indicadores tempranos o señales de alerta (por ejemplo: tasa de variación de la cifra de negocio, grado de utilización de la capacidad productiva, importe medio de la venta, número de facturas emitidas, etc.).

- Desarrollar para los distintos ejecutivos y personal de la empresa, una combinación de indicadores de valor que les permita identificar sus responsabilidades (logros) dentro de la organización.

Por ejemplo: tasa de aumento de la cifra de ventas, número de pedidos, tasa de crecimiento de los clientes, etc.

De esta manera, toda la organización toma conciencia del papel que juega en la creación de valor y puede identificar perfectamente su contribución a la misma a través de la relación entre los indicadores de “resultados” operativos y los indicadores de creación de valor.

En resumen, una política de gestión orientada a la creación de valor debería contener los siguientes puntos para tener éxito:

- Establecer de forma explícita y clara el apoyo de la alta dirección a la gestión basada en el valor y el compromiso de cumplir con el fin de la función financiera (maximizar la riqueza de los accionistas).
- Fijar estrategias objetivo de valor corporativo basadas en el conocimiento propio y del sector, y determinar qué hace que se cree valor en la empresa inductores de valor.
- Formar a directivos y empleados en la administración basada en el valor.
- Asignar y planificar los recursos en función de su contribución a la creación de valor.
- Establecer un sistema de compensación para la dirección alineado con la creación de valor.
- Informar y comunicar a toda la organización los resultados de la gestión orientada al valor en la empresa.

3.4 Procesos administrativos y de producción para crear valor.

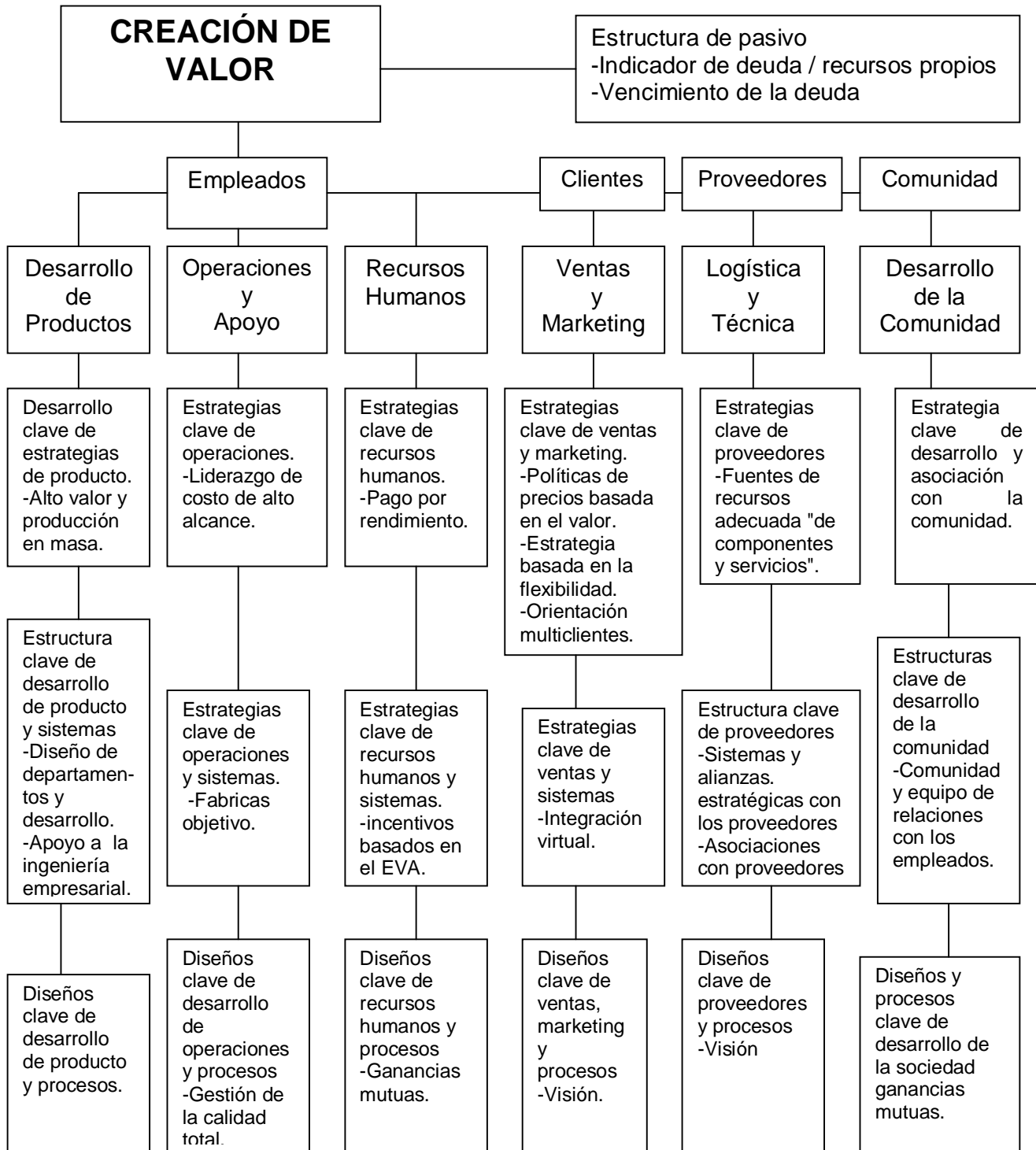
Existen diferentes procesos administrativos y de producción para crear valor, los cuales deben adaptarse a las empresas, para incrementar la calidad, pues la mala calidad ocasiona una gran cantidad de desperdicios, y pérdida de mercado, por lo que las empresas deben de hacer reducción de costos, así como tener un aprovechamiento en el capital humano etc.

Algunas de estas prácticas son:

- ISO 9001: Es una norma internacional para implementar y certificar un sistema de calidad de una empresa con reconocimiento internacional. Su objetivo es que la organización que lo implemente, proporcione sus servicios o productos de acuerdo con los requerimientos del cliente, de manera consistente para aumentar su satisfacción.

- **Planeación estratégica:** Es el proceso en el cual los líderes de la organización obtienen, procesan y analizan información relevante relacionada con los factores internos y externos clave. Con el fin de evaluar su situación actual y elevar su competitividad, logrando así su visión del futuro.
- **Mejora continua:** Es un concepto de trabajo desarrollado en Japón "Kaizen", que significa "Mejora Progresiva", pequeñas mejoras realizadas en la situación actual de los procesos. Su objetivo principal es implementar la cultura de la calidad en todos los niveles de la organización.
- **Learn process (Especialización de Procesos):** Es una estrategia para lograr optimizar la realización de un producto o servicio, mediante el análisis de los procesos, eliminando actividades que no aporten valor agregado. Es una filosofía de gestión eminentemente práctica, que obtiene mejora de la calidad, reducción del tiempo de producción y de los costos.
- **Seis sigma:** es una filosofía de trabajo y una estrategia de negocios, la cual se basa en el enfoque hacia el cliente, en un manejo eficiente de los datos y metodologías y diseños robustos, que permite eliminar la variabilidad en los procesos y alcanzar un nivel de defectos menor o igual a 3.4 defectos por millón. Adicionalmente, otros efectos obtenidos son: reducción de los tiempos de ciclo, reducción de los costos, alta satisfacción de los clientes y mas importante aún, efectos dramáticos en el desempeño financiero de la organización.
- **Balance Score Cards (Cuadro de mando integral):** Estrategia que proporciona un marco de referencia para la creación de valor en la organización desde perspectivas de vista distintas: financiera, cliente, procesos internos, aprendizaje y crecimiento. A partir de estas perspectivas, se define sus indicadores claves. Las organizaciones líderes son las que tienen la habilidad de ejecutar sus estrategias eficazmente y la utilización del Balance Score Cards cumple con ese objetivo.
- **Just in time (Justo a Tiempo):** También conocido como Kanban, postula que las existencias mínimas y suficientes que llegan justo a tiempo para reponerlas que acaban de utilizarse, constituyen todo el inventario que se necesita en cualquier momento dado. El exceso de existencias absorbe capital innecesariamente, supone mayores costos de almacenaje, aumenta los riesgos de daños y de obsolescencia y, ante todo, puede ocultar oportunidades de realizar mejoras operativas. Toyota emplea esta práctica en sus líneas de ensamble.
- **Benchmarking (Siguiendo al Líder):** Es el proceso continuo y sistemático de evaluar los productos, servicios o procesos de las organizaciones que son reconocidas por ser representativas de las mejores prácticas para efectos de mejora organizacional. Esta herramienta de comparación sirve para descubrir y analizar las mejores prácticas de negocio de otras empresas.

3.5 Organigrama de creación de valor¹².



¹² Joel M. Stern, John S. Shiely, Irwin Ross, *El reto del EVA ¿Cómo implantar y gestionar el cambio del valor añadido en una organización?* Gestión 2000.com Guía para la creación de valor. pp. 76 y 80

CAPÍTULO IV

VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA).

4.1 Historia Corporativa Stern Stewart & Co¹³.

1980: Esta firma fue Fundada el 1 de noviembre de 1982, el propósito de Stern Stewart fue el de utilizar las 5 teorías de las finanzas modernas: valuación, portafolio, precio de opciones, precio de arbitraje y agencia, determinar hasta qué punto estas ideas podrían ser implementadas de una manera simple y práctica en un esfuerzo para facilitar que sus clientes pudiesen maximizar el valor de sus accionistas. Merton H. Miller, un profesor de finanzas en la Universidad de Chicago. Conjuntamente con Franco Modigliani de la escuela de dirección MIT Sloan School of Management, introdujeron y desarrollaron teorías de valuación básica con su revolucionario artículo publicado en 1958 por la Revisión Económica Americana (*American Economic Review*) sobre los determinantes de valor. Demostraron condiciones en las cuales el financiamiento a través de deuda puede crear valor y el rol que la política de dividendos puede jugar en maximizar el valor de la empresa. El Profesor Miller fue galardonado con el premio Nobel en Economía por esta contribución.

Durante la primera década, Stern Stewart & Co. concentró su atención en un simple modelo de valuación basado en un concepto denominado flujo de caja descontado el cual constituye el beneficio operativo de la empresa menos las nuevas inversiones netas en capital de trabajo y planta.

Demostraban la eficacia de este enfoque. Shyam Sunder, un profesor de contabilidad de la escuela de dirección Yale School of Management, en su tesis de doctorado, demostró que los inversionistas dominantes se concentran en el efectivo de la compañía en lugar de ganancias netas.

Después de varios años de asesorar empresas en flujo de caja descontado, incluyendo en la determinación de precio para adquisiciones y ventas para asegurar que no sobre-paguen en la transacción o no negocien lo suficientemente bien cuando se trata de una venta, reconocieron que el modelo de flujo de caja descontado no proveía un método por el cual las juntas directivas pueden diseñar un sistema de incentivos para la gerencia.

Después de todo, las acciones llegarían a su valor máximo si el flujo de caja descontado fuese negativo, lo cual significa que las organizaciones invertirían más en sus negocios de lo que estaban generando en su negocio en la forma de flujo de caja. El valor se hubiese maximizado si las empresas invirtieran grandes sumas en proyectos en los cuales la tasa de retorno excediera la tasa de retorno requerida por el riesgo tomado, también conocido como el costo de capital.

¹³ Información obtenida de: <http://www.sternstewart.com>

En los últimos años de los 80s, la gerencia de Stern Stewart & Co. desarrollo una propuesta que también podría ser usada para incentivos. Esta nueva propuesta ofrecía las mismas valuaciones que el flujo de caja descontado. Lo llamaron Valor Económico Agregado (EVA). Por lo tanto ahora existen dos modelos de valuación destinados a maximizar el valor de una empresa. Existe el modelo de flujo de caja descontado y existe el modelo de valor económico agregado, el último convierte los valores contables de una empresa en valores económicos, lo cual representa todos los recursos invertidos en la empresa tanto por los prestamistas como por los accionistas.

El valor de mercado es simplemente el efectivo que puede ser obtenido de una empresa si es que esta fuese vendida hoy. En el marco de valor económico agregado, es simplemente el dinero invertido en la empresa y el efectivo que puede ser obtenido de ésta. Si lo que se puede sacar de la empresa es mayor a lo que fue invertido, entonces se podría decir que se creó valor para los accionistas. El valor económico de libro es igual al valor de libro contable luego de ser ajustado por varias anomalías contables. El modelo de valuación valor económico agregado, es igual a la cantidad de valor de libro económico más el valor presente del valor económico agregado futuro.

El valor económico agregado puede ser calculado por unidad de negocio e incluso en los niveles organizacionales más bajos, de forma tal que la junta directiva y la alta gerencia puedan medir el valor agregado año por año. Si el valor económico agregado está creciendo, se está creando valor. Si el valor económico agregado está cayendo, se está destruyendo valor.

1990: Este logro fue reconocido en un artículo que ocupó la página principal de la revista Fortune en septiembre de 1993 denominado: "EVA: La llave verdadera para crear abundancia"

Más de 700 empresas alrededor del mundo han implementado el programa de valor económico agregado como un sistema administrativo para la medición del rendimiento, para asignar capital, capacitación y el desarrollo del capital humano en materia de valor, diseño de contratos de incentivos para empleados de todo nivel de la compañía, y acierto de planes estratégicos para determinar cuáles son más probables de crear valor y cuáles deben ser puestos de lado porque no crean valor. Incluso provee una base más efectiva para la comunicación financiera tanto para los accionistas como los acreedores, e incluso para los nuevos potenciales inversionistas.

Michael Murray, Vicepresidente oficial de crédito de Bank of America dijo, "empresas que adoptan el sistema de administración de EVA de Stern Stewart en su totalidad, aumentarán su capacidad de obtener crédito en el banco debido a la disciplina que este sistema otorga en la administración de operaciones"

La razón por la cual esta conclusión es relevante es porque bajo el sistema de EVA, no intentarán maximizar su tamaño si esto significa sacrificar valor. Las empresas estatales que buscaron mejorar el desempeño de sus operaciones también encontraron mucho valor en el programa de EVA.

Las empresas estatales no tienen la disciplina de un mercado competitivo. En estos casos, el sistema de incentivos de EVA sustituye el mercado competitivo al proveer a los empleados con recompensas basadas en la mejora sostenida del rendimiento.

Desde la mitad de la década de los 90's, Stern Stewart ha abierto oficinas en varios países y ahora provee asesoría en la implementación del sistema de administración de valor económico agregado a compañías en:

Estados Unidos (Nueva York),
Europa, Inglaterra (Londres) Alemania (Frankfurt), Italia-Milán,
América Latina, (Brasil-Sao Paolo),
África, Sudáfrica (Johannesburg),
Medio Oriente, (India- Dubai- Mumbai),
Asia, China (Beijín), Japón (Tokyo), Singapur (Singapur), Malasia (Kuala Lumpur) Indonesia (Jakarta),
Oceanía, Australia (Melbourne).

2000: En las décadas de los 1980s y 1990s, Stern Stewart & Co se concentró principalmente en la industria manufacturera, venta al por menor, y compañías de servicios. Sin embargo, dos tipos de organizaciones presentaban importantes retos: instituciones financieras y empresas dedicadas a los recursos naturales, incluyendo gas y petróleo, minería y productos forestales. Para bancos que tienen el capital centralizado y que luego es asignado a las diferentes unidades de negocios, los asuntos de administración de riesgo y el uso de EVA como una aproximación para medir y recompensar el rendimiento estaban en un conflicto fundamental con los existentes sistemas de incentivos.

El EVA se convirtió en un enfoque atractivo para medir y recompensar el rendimiento entre las instituciones más sofisticadas y más dedicadas a la creación de valor. En empresas mineras, descubrieron que la mayor fuente de valor para una empresa eran sus reservas que “goteaban” lentamente a través del estado de pérdidas y ganancias a lo largo de un periodo de tiempo.

En otras palabras, el marco contable no pudo satisfacer las necesidades de la junta directiva y de la alta gerencia, debido a su proceso de “goteo”, su enfoque era necesariamente en resultados de corto plazo, que obviamente no era lo mismo que esperaban o pretendían los accionistas que estaban interesados en maximizar el valor de largo plazo de la organización. Stern Stewart & Co desarrollo la metodología que sería más relevante para empresas enfocadas en los recursos naturales. Hoy, las empresas extractivas no tienen dificultad alguna al utilizar EVA.

En Stern Stewart han continuado mejorando su filosofía al punto de que ahora implementaron se llama la “Tercera Generación”. Esta integra operaciones, planificación estratégica, política financiera y gobierno corporativo. Esta integración cubre todos los aspectos de la toma de decisión corporativa sobre el corto, mediano, y largo plazo.

Los beneficios del EVA son la creación de valor del corto plazo con oportunidades de crecimiento de largo plazo. Compara el rendimiento con las expectativas de los inversionistas y mercado competitivo. La Riqueza Agregada se basa en desarrollo del EVA, y los avances tecnológicos en recursos naturales e instituciones financieras.

En Stern Stewart & Co. expresan que el activo de cualquier organización es su capital humano. Las compañías que utilizan este activo para crear valor, mejoran considerablemente el bienestar no solo de sus inversionistas, sino también de sus empleados, proveedores, y de las comunidades en las cuales operan.

4.2 EVA Concepto y significado.

Valor Económico Agregado (EVA), o Economic Value Added, es una marca registrada por Stern Stewart & CO. Representa el rendimiento operativo después de impuestos que genera la empresa en comparación con el rendimiento esperado por los accionistas.

El modelo conocido como EVA encaja en las definiciones de valor económico porque mide el valor de uso de capital de una empresa, en función al beneficio económico que los accionistas esperan recibir por el uso de ese patrimonio.

La base para calcular el EVA, según la fórmula patentada por Stern Stewart, es conocer el rendimiento operativo de la organización para compararlo con el beneficio que los accionistas esperan recibir de la empresa, reflejado en el costo de capital promedio ponderado.

El costo de capital promedio ponderado, que incluye el costo de capital propio y de deuda, se define como el rendimiento, que los accionistas esperan recibir de su empresa, de acuerdo con sus características propias, con la influencia de un mercado cuyas variables económicas y financieras son conocidas. En términos económicos este concepto se entiende como el beneficio que los inversionistas esperan recibir por el uso del capital de su empresa. Por ello, el valor que mide el EVA es efectivamente de uso.

Así mismo para el cálculo de este método se requiere del manejo de variables macroeconómicas directas, como son las tasas de mercado, la tasa libre de riesgo, las betas de las acciones, los costos de la deuda etc.

En otras palabras el EVA permite conocer la diferencia entre los beneficios obtenidos en dinero, como los resultados de una empresa, y los beneficios esperados por los accionistas, según el costo de capital utilizado para obtenerlos.

Cuando el rendimiento operativo es mayor que el esperado por el accionista se habla de un EVA positivo, cuando por el contrario, el rendimiento obtenido es menor, que el esperado se habla de un EVA negativo.

Stern Stewart confirma que un EVA negativo indica que la empresa esta destruyendo valor y un EVA positivo esta creando valor.

Según Solnik¹⁴ “la medición relevante del riesgo es la covarianza del rendimiento sobre el activo y el rendimiento sobre la cartera de mercado a la cual suele llamársele beta”

La beta representa la sensibilidad de rendimiento de una acción contra el rendimiento del mercado en su conjunto. En otras palabras se podría decir que la beta representa la forma como reacciona una acción con respecto con el índice bursátil de su mercado.

La beta mide el riesgo sistemático y es la pendiente de un modelo de regresión donde el rendimiento de las 500 empresas de S&P 500 es la variable independiente y el rendimiento de la empresa publica comparable en cuestión de la variable dependiente. Los valores de los parámetros Beta representan la volatilidad de las acciones respecto al índice S&P 500¹⁵.

Estas volatilidades se representan de la siguiente forma:

Cuadro 4.2-1		
Valor de β	Interpretación	Volatilidad
$0 < \beta < 1$	El valor de la acción se mueve en forma mas conservadora que el índice S&P 500.	Mínima.
$\beta = 1$	El valor de la acción se mueve en igual forma que el índice S&P 500.	Igual al índice S&P 500.
$\beta > 1$	El valor de la acción se mueve en igual forma mas agresiva que el índice S&P 500.	Alta.
0	El valor de la acción no se mueve.	Nula.

- **ÍNDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES (IPC)**

El Índice de Precios y Cotizaciones es el principal indicador de la Bolsa Mexicana de Valores, expresa el rendimiento del mercado accionario en función de las variaciones de precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa del conjunto de acciones cotizadas en la Bolsa.

Este indicador, aplicado en su actual estructura desde 1978, expresa el comportamiento del mercado accionario mexicano y su dinamismo operativo.

El IPC constituye un fiel indicador de las fluctuaciones del mercado accionario, considerando dos conceptos fundamentales:

¹⁴ Bruno Solnik-Inversiones internacionales, Adisson –Wesley Iberoamericana Segunda edición EE.UU., 1991, p. 57.

¹⁵ Uriarte, Héctor M. coordinador, *Valuación de empresas y creación de valor*, México, UNAM, PricewaterhouseCoopers, IMEF, 2002, p. 31.

La representatividad de la muestra en cuanto a la dinámica operativa del mercado, la cual es asegurada mediante la selección de las emisoras líderes en este rubro.

La estructura de cálculo incorpora el valor de capitalización de las emisoras, el cual actúa como ponderador y determina la contribución que cada una de las series accionarias tiene dentro de la muestra del IPC.

- Tipos de riesgo¹⁶:

Riesgo de la tasa de interés: Es el riesgo de que el valor de la inversión pueda aumentar o disminuir por los cambios en el nivel general de las tasas de interés. Gran parte de la incertidumbre de este riesgo esta relacionada con la incertidumbre de la inflación futura.

Riesgo de mercado (Riesgo sistemático): Es aquel riesgo que afecta directamente al precio de los activos, producido en el entorno económico en general como los ciclos económicos, inflación, tasa de interés, el tipo de cambio, y todas las variables relacionadas con la macroeconomía.

Riesgo no sistemático (Riesgo de la empresa): este riesgo esta determinado por la incertidumbre de los rendimientos futuros, derivados de los factores diferentes al mercado que pueden ser relativos a la industria en particular o a la propia empresa.

- Costo de Capital:

Según Mc Taggart, Kontes y Mankins¹⁷, el costo de capital de una compañía, es la tasa de rendimiento mínima aceptable que demandan los accionistas por el uso del capital.

Damodaran¹⁸, expresa una definición similar mediante el modelo de equilibrio de los activos financieros modelo de fijación de precios de activos del capital CAPM.

El modelo de equilibrio de activos financieros CAPM, fue creado en el año de 1963, por los economistas, William Sharpe, John Lintner y Jack Treinor para dar una respuesta a un cuestionamiento que se hacían los inversionistas de aquella época, ¿Cuál es la prima por riesgo esperada cuando la beta no es 0 ni 1? Para entender esto es necesario explicar porque surgió este cuestionamiento. La inversión menos arriesgada es la de las emisiones gubernamentales, como por ejemplo los certificados de tesorería de la federación (CETES) debido a que la rentabilidad que ofrecen es conocida de

¹⁶ Mondragon, Manuel Diaz, *Invierta con éxito en la bolsa y otros mercados financieros*, primera edición, editorial Gasca Sicco, México 2004, p. 619.

¹⁷ Mc Taggart, James M., Peter W. Kontes, y Michael C. Mankins, *The value imperative: managing for superior shareholders*, EEUU, The free press, 1994, p.306.

¹⁸ Damodaran, Aswath, *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*, EEUU, John Wiley & Sons, 1994, p.238.

antemano, es decir no le afecta lo que ocurre en el mercado, lo que quiere decir que su beta es 0 y que esta libre de riesgo.

Con ello la prima por riesgo esperado de la acción es igual a la beta de la acción multiplicada por la prima por riesgo de mercado, es decir $\beta (T_m - T_{lr})$.

Costo de capital = $C_c = T_{lr} - \beta (T_m - T_{lr})$.

En donde:

C_c = Costo de capital

T_{lr} = Tasa Libre de Riesgo

T_m = Tasa de mercado

β = Beta de la acción en su mercado

Según Brealey y Myers¹⁹ “el costo de capital es una tasa de referencia para tomar decisiones de presupuesto de capital. Depende del riesgo de mercado de las oportunidades de inversión de la empresa. El riesgo de una acción ordinaria refleja el riesgo de los activos reales del negocio que posee la empresa.” Además, mencionan que el costo de capital es el mapa de rentabilidad esperada por los accionistas de la organización y expresan que este puede calcularse con el modelo de equilibrio de activos financieros con la fórmula señalada.

- Costo de Capital Promedio Ponderado:

Damodar N. indica que the weighted average costo of capital (WACC) o costo de capital promedio ponderado “se define como el promedio ponderado del costo de los diferentes componentes de financiamiento utilizados en la compañía”

Por su parte, Mc Taggart, Kontes y Mankings señalan que este costo “representa el costo promedio de la deuda y de capital de la compañía”
De las definiciones se desprende la siguiente fórmula.

Costo de capital promedio ponderado = costo de capital + costo de la deuda, en la proporción que cada uno tenga dentro del balance general.

- Costo de la deuda:

El costo de la deuda representa el porcentaje de desembolso de efectivo ocasionado por el uso de financiamiento externo. Según diversos autores este se debe considerar después de impuestos. La forma más directa de calcularlos- si se tiene conocimiento del desenvolvimiento de los intereses por

¹⁹ Brealey Richard A. y Stewart C. Myers, *Principios de finanzas corporativas*, Mc Graw Hill, México p. 225.

concepto de deuda y del pasivo que ocasionó ese desembolso – es dividir los intereses entre el pasivo.

En una economía cambiante no se puede conocer con certeza el costo de la deuda, debido a que no todos los pasivos se contratan con la misma tasa ni con los mismos plazos, como se presenta en la siguiente fórmula:

$$\text{Costo de la deuda}^{20} = (1-t) \times b$$

En donde:

t = Gravamen marginal del impuesto federal.

b= tipo de interés de endeudamiento de la empresa = intereses / Pasivo con costo.

4.3 Determinación y cálculo

- Desarrollo del EVA:

La fórmula de Stewart que nos presenta es la siguiente:

EVA= (Rendimiento sobre el Capital - Costo de Capital promedio ponderado) x Capital.

$$\text{O EVA} = (r - \text{CCPP}) \times \text{Capital}$$

En donde (r) representa el rendimiento sobre el capital que se calcula dividiendo la utilidad neta de operación después de impuestos, NOPAT (por sus siglas en inglés Net Operating Profits After Taxes) en español UNODI (Utilidad Neta Operativa después de impuestos) entre el capital, es decir:

$$r = \text{UNODI} / \text{Capital}$$

Aclara Stewart que el rendimiento sobre el capital se calcula después de impuestos, pero antes de los costos de financiamiento y de los registros que no afectan el flujo de efectivo.

Con esta aclaración el UNODI se obtiene restando los impuestos, a la Utilidad de Operación, sin sumar el Costo Integral de Financiamiento ni otras partidas.

Asimismo menciona que es importante que el capital, en este caso, sea el de inicio porque es con el que la empresa empieza a generar valor en el transcurso del año.

²⁰ Stewart, III, G. Bennett, *En busca del valor*, Gestión 2000.com p.443.

Este autor menciona que existen diversas formas de calcular el UNODI, pero recomienda la forma operativa que se realiza de la siguiente manera:

$$\begin{array}{l} \text{Ventas} \\ - \text{Gastos de operación (incluye costo de ventas)} \\ + \text{Ingresos de operación} \\ = \hline \text{Utilidad neta de operación antes de impuestos} \\ - \text{Impuestos} \\ = \hline \text{Utilidad neta de operación después de impuestos (UNODI)} \end{array}$$

Por su parte, el (CCPP) representa el costo de capital promedio ponderado integrado por el costo de capital más el costo de la deuda.

- Desarrollo del EVA con el criterio de costo de capital promedio ponderado (CCPP) en función del CAPM.

El costo de capital como se ha mencionado, es la tasa de rendimiento que los inversionistas, o accionistas de la empresa desean ganar. Este se calcula considerando el riesgo de la acción de la empresa (Beta) en su mercado, multiplicándolo por la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa libre de riesgo, es decir:

El costo de la deuda, como se menciona en el apartado respectivo se calcula de la siguiente manera:

$$C_d = (1 - t) \times b$$

En donde:

C_d = Costo de la deuda

t = Gravamen marginal de impuesto federal

b = Tipo de interés de endeudamiento de la empresa = intereses / Pasivo con costo.

Para ponderarlo se multiplica cada concepto por el porcentaje que cada uno representa en el balance general.

Con estas consideraciones, el cálculo del costo de capital promedio ponderado se realiza con la siguiente fórmula que incluye, en porcentaje, la proporción de deuda y capital en el balance general.

$$C = \% (T_{lr} + \beta (T_m - T_{lr})) + \% (1-t) \times b$$

Tomando todos los elementos de la fórmula en forma detallada el EVA se calcula:

$EVA = (r - CCPP) \times \text{Capital inicial}$, lo que es lo mismo que:

$EVA = ((UNODI / \text{Capital})) - (\% (Tlr + (B ((Tm - Tlr)) + \% ((1 - t) \times b))) \text{Capital}$

4.4 Formas para incrementar el valor en la empresa.

Dentro de las empresas existen varios factores económicos, los cuales nos pueden ayudar a incrementar el valor, dentro de las diversas formas que hay comentaremos las siguientes.

1.- Aumentar la tasa de retorno sin agregar nuevo capital; esto es mejorar la utilidad en operación después de impuestos, sin involucrar más capital en la empresa. El EVA aumenta o disminuye al mismo tiempo que lo hace la eficiencia operativa.

Al aumentar la tasa de retorno estamos elevando el valor de la empresa y al mismo tiempo generando valor para los accionistas. Esta estrategia la podemos apoyar en dos objetivos:

- a) Obtener el máximo beneficio neto con el mínimo capital aportado por los accionistas.
- b) Logra el mínimo costo promedio de la deuda.

2.- Invertir nuevo capital con un retorno mayor y en menor tiempo.

3.- Trabajar con el mínimo riesgo con un nivel aceptable para poder garantizar la supervivencia de la empresa. Algunos objetivos de apoyos son:

- a) Una proporción equilibrada entre capitales aportados por los accionistas y el endeudamiento, a fin de disponer de una autonomía financiera.
- b) Tener proporción equilibra de deuda a corto y largo plazo para tener mayor liquidez.
- c) Tener cobertura adecuada para los diferentes tipos de riesgos con los que la empresa se enfrenta.

5.- Utilizar al máximo los diversos tipos de activos para que no se vuelvan obsoletos o de lento movimiento.

6.- Aumentar la utilidad antes de intereses y después de impuestos, por medio de un recorte de costos y gastos, logrando un aumento en los ingresos.

Cuando se aplican algunas de estas formas para incrementar el valor en las empresas se está dando la posibilidad de crecimiento en la empresa.

4.5 Ventajas y desventajas del EVA.

Ventajas:

1. Provee una medición para la creación de riqueza que alinea las metas de los administradores de las divisiones o plantas con las metas de la compañía.
2. Permite determinar si las inversiones de capital están generando un rendimiento mayor a su costo.
3. Permite identificar a los generadores de valor en la empresa.
4. Los administradores que son compensados en función del EVA toman acciones consistentes con la generación de valor (Biddle, 1997: 301).
5. Combina el desempeño operativo con el financiero en un reporte integrado que permite tomar decisiones adecuadas.
6. Reconoce la importancia de la utilización del capital (activos operativos) y su costo asociado correspondiente (costo de capital).
7. Muestra claramente la relación entre el margen de operación y la intensidad en el uso del capital, de tal manera que puede utilizarse para señalar oportunidades de mejora y los niveles de inversión apropiados para lograrlos.
8. Relaciona claramente los factores de creación de valor, como los son el precio y la mezcla de ventas con el valor creado.
9. Es consistente con las técnicas utilizadas para valuar las inversiones como los son el valor presente neto y el flujo de efectivo descontado.
10. Evalúa el desempeño de la administración por lo que puede ser utilizado como mecanismo de compensación.

Algunas de las empresas que utilizan el valor económico agregado como una gran herramienta por sus ventajas son:

Coca-Cola, Boise Cascade, Briggs y Stratton, Lafarge, Siemens, Tate y Lyle, Telecom New Zeland, Telstra, Monsanto, SPX, Herman Miller, JC Penney, Whirlpool, AT&T, Elli Lilly, Merck, Wall Mart, Procter & Gamble, servicio postal norteamericano, Cemex, Grupo Vitro entre muchas otras.

Desventajas:

1. El EVA no es comparable cuando existen diferencias en los tamaños de las plantas o divisiones; por ejemplo, una gran planta o división puede tener un EVA alto y una pequeña planta un EVA bajo.
2. El EVA es un cálculo que depende de los métodos de la contabilidad financiera para la realización de los ingresos y el reconocimiento de los gastos. Esto puede motivar a los administradores a manipular estos números.
3. El EVA destaca la necesidad de generar resultados inmediatos; por lo tanto, esto no estimula a los administradores para invertir en productos innovadores o procesos tecnológicos que generan resultados en el largo plazo.
4. No considera las expectativas de futuro de la empresa.
5. Utilizar como costo de oportunidad del capital, el costo promedio ponderado de las fuentes de financiamiento utilizadas por la empresa, teniendo con ello que incluir el costo accionario que está dado por el riesgo de las acciones (*Beta*) y el comportamiento mismo del precio de la acción. Esta situación se complica para México, dada la escasa información pública existente en el mercado y el número tan bajo de empresas que cotizan en Bolsa.
6. Una gran cantidad de ajustes a la información financiera, para transformarla de base devengado a base económica. Estos ajustes deben ser transparentes y tener impacto en las decisiones administrativas.
7. Debe existir un intercambio entre exactitud y simplicidad del cálculo, ya que ajustes muy complicados ocasionarán una falta de credibilidad en los resultados.

4.6 Indicadores financieros tradicionales.

En la actualidad la creación de valor tiene una importancia significativa, no solo es el hecho de generar utilidad en las empresas. Las utilidades calculadas en base a los métodos contables tradicionales, muestran la situación financiera de la empresa, con datos muy subjetivos.

La cualidad del EVA es que esta basado en datos reales, y es superior a las utilidades contables como medida de creación de valor. Esto es porque reconoce el costo de capital y de deuda, también contempla el riesgo para las operaciones de una empresa. La maximización del EVA puede ser utilizada como objetivo empresarial; mientras que los indicadores tradicionales no funcionan de esa manera, existen diversas razones financieras que solo sirven para tener un marco de referencia, dado que sus resultados expresan un indicador de conceptos globales como liquidez, solvencia, apalancamiento o rentabilidad, pueden calcularse para una empresa en particular en un periodo específico.

La mayoría de las empresas calificadoras utilizan razones financieras tradicionales²¹. Debido a la gran cantidad de razones financieras que existen nos ocuparemos de las que nos indican rentabilidad en la empresa una de las razones más utilizadas es el Retorno Sobre el Capital (ROE) y Retorno Sobre los Activos (ROA), fruto de la llamada “Fórmula Dupont”

El sistema DUPONT integra o combina los principales indicadores financieros con el fin de determinar la eficiencia con que la empresa esta utilizando sus activos, su capital de trabajo y el multiplicador de capital (Apalancamiento financiero).

En principio, el sistema DUPONT reúne el margen neto de utilidades, la rotación de los activos totales de la empresa y de su apalancamiento financiero.

Estas tres variables son las responsables del crecimiento económico de una empresa, la cual obtiene sus recursos o bien de un buen margen de utilidad en las ventas, o de un uso eficiente de sus activos fijos lo que supone una buena rotación de estos, lo mismo que el efecto sobre la rentabilidad que tienen los costos financieros por el uso de capital financiado para desarrollar sus operaciones.

Partiendo de la premisa que la rentabilidad de la empresa depende de dos factores como lo es el margen de utilidad en ventas, la rotación de los activos y del apalancamiento financiero, se puede entender que el sistema DUPONT lo que hace es identificar la forma como la empresa esta obteniendo su rentabilidad, lo cual le permite identificar sus puntos fuertes o débiles.

²¹ Información obtenida de: <http://blog.formaciongerencial.com/2009/05/15/evaluacion-financiera-empresarial-roe-roa-analisis-dupont/>

Fórmula Dupont

Las razones de rentabilidad se refieren a la capacidad de la entidad para generar utilidades o incremento en sus activos netos. Sirve al usuario general para medir la utilidad neta o cambios de los activos netos de la entidad, en relación a sus ingresos, su capital contable o patrimonio contable y sus activos propios.

Margen de utilidad neta: Mide el porcentaje de las ventas netas que quedan después que se dedujeron todos los costos, gastos, financiamientos e impuestos.

ROA: Mide las ganancias que se obtienen en relación con la inversión de sus activos.

ROE: Mide la relación del retorno de la inversión de capital que obtienen los dueños del negocio.

Rotación del activo: Mide el uso eficiente de los activos que se obtiene, en relación con las ventas.

Multiplicador de capital: También conocido como apalancamiento financiero, indica cuantas unidades en activo puede mostrar la empresa por cada unidad de dinero invertida por los accionistas.

Margen de utilidad neta = Utilidad Neta / Ventas Netas

ROA = Utilidad Neta / Activo Total

Rotación del Activo = Ventas Netas / Activo Total

Multiplicador de Capital = Activo Total / Capital Total

Desarrollo de la fórmula ROE Dupont:

Margen de Utilidad Neta	x	Rotación de Activo	x	Multiplicador de Capital
$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas Netas}}$		$\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo Total}}$		$\frac{\text{Activo Total}}{\text{Capital Total}}$

CAPÍTULO V

HISTORIA DEL MICROCRÉDITO

5.1 Antecedentes del microcrédito²².

Hacia el año de 1969, Muhammad Yunus fue uno de los precursores del microcrédito bajo la idea de poder prestar dinero a mujeres productoras de artesanías que tras necesitar mínimas cantidades de dinero se endeudaban con prestamistas usureros que cobraban altos intereses. Fue así como empezó hacer préstamos pequeños a 42 mujeres, los cuales rápidamente fueron recuperados.

Muhammad Yunus en 1976 crea el banco Grameen cuyos principios se basan en operaciones financieras para gente sin recursos préstamos pequeños para grandes emprendedores y su finalidad es la recuperación de la pobreza. El microcrédito se otorga a grupos de personas unidas solidariamente el pago, método que influye en la ayuda mutua que garantiza la recuperación del crédito.

Para Muhammad Yunus es una forma de romper con el círculo vicioso de la pobreza, se decir, el mecanismo por el cual quien es pobre no es sujeto de crédito y por lo tanto nunca puede despegar de esa situación inicial. El sentido del microcrédito se enfoca específicamente en poder invertir exclusivamente en una actividad productiva va descartando cualquier otra actividad personal.

Adoptado en Centroamérica la metodología de Muhammad Yunus, John Hatch crea en el año de 1983 en Costa Rica los bancos comunales a través de la FINCA (Fundación Internacional para la Asistencia Comunitaria) creando su propia metodología, que era dar una oportunidad a los pobres para luego darles autonomía, con esta filosofía les dio un control absoluto en la gestión del banco para solicitar e invertir créditos según su preferencia.

Los miembros de los bancos comunales solamente son mujeres, se asocian entre sí y crean una asociación de ahorro y crédito. Las mujeres se deben de conocer entre sí ya que comparten la organización de un sistema micro-crediticio, de ahorro y apoyo mutuo que se basa en la confianza.

El banco comunal se forma inicialmente de 20 a 30 mujeres y pueden llegar hasta 50, que eligen a su comité de administración, así como el reglamento interno que regirá el banco. Todas las mujeres dispuestas a avalar la garantía solidaria. A finales de la década de los 80's, las microfinanzas comienzan a proponerse en los círculos de desarrollo y finanzas como herramienta efectiva para promover el desarrollo.

²² Información obtenida de: www.finsol.com.mx

Las microfinanzas son servicios financieros que ofrecen, a personas productivas de segmentos populares, acceso a créditos, cuentas de ahorro, seguros y otros servicios que contribuyen al desarrollo de sus negocios y sus familias.

En México, como en el resto de América Latina, el crecimiento acelerado de la población ha sobrepasado la capacidad de las empresas para proveer trabajo, por lo que las personas buscan realizar actividades productivas, conocidas como microempresas, para obtener ingresos.

5.2 Instituciones que otorgan microcrédito.

El microcrédito busca generar una serie de impactos sobre la población de bajos ingresos, la cual tradicionalmente no cuenta con acceso al financiamiento. Hoy por hoy, se ha convertido en una herramienta útil para fomentar la iniciativa empresarial, y representa una revolución cultural al ser un avance en la defensa de los derechos de los grupos de más bajos ingresos. En la actualidad, se ha calculado que existen 10 mil instituciones a nivel mundial y unas 200 en México.

En el caso de México, el microcrédito ha sido un instrumento que ha tomado fuerza particularmente durante los últimos cinco años. Los diversos órdenes de gobierno han establecido programas de apoyo y operación directa de microfinanzas en prácticamente todo el territorio nacional.

El nuevo eje de combate a la pobreza se ha concentrado en el desarrollo de capacidades y el fomento del espíritu empresarial de los mexicanos. En consecuencia, la apuesta de los diversos actores es que el círculo de la pobreza sea roto a partir de esquemas productivos y no mediante sistemas tradicionales de transferencias directas como se realizó durante décadas. Complementariamente, se busca incidir en la promoción de la cultura financiera mediante la capacitación y asistencia técnica y el reforzamiento de una cultura de pago.

Bajo estos principios, las instituciones de microcrédito han establecido una serie de metodologías que permiten un mayor acceso de la población más pobre al financiamiento. Los créditos pueden ser rurales o urbanos, y generalmente se otorgan a un grupo que opera como garantía, impulsando un esquema solidario entre sus integrantes.

Las dos metodologías grupales más utilizadas son los denominados grupos solidarios, usualmente entre 5 y 15 personas y los bancos comunales, generalmente, con más de 10 miembros y hasta 35. Ambos casos promueven el ahorro entre sus afiliados el cual puede ser utilizado para pagar la letra de alguno de los integrantes que por razones especiales no ha podido reunir los recursos, así como el establecimiento de préstamos de emergencia entre los integrantes del grupo. Esta metodología fue desarrollada por el Grameen Bank

institución de Bangladesh ampliamente conocida y ha sido copiada prácticamente en todo el mundo.

Los créditos inician con montos bajos entre 800 y 1000 pesos y se van incrementando conforme las personas demuestran su capacidad de pago, hasta llegar, en algunas instituciones a 20 mil pesos. Los pagos se realizan semanalmente y son recolectados por el mismo grupo y depositados directamente en la institución de microfinanzas o en algún banco. El plazo promedio es de 16 semanas y los tiempos para aprobación y entrega del microcrédito normalmente no rebasan las 72 horas.

Recientemente se han desarrollado otros productos como los microseguros, mediante los cuales los grupos de bajos ingresos pueden acceder a un seguro de vida con costos reducidos, el cual, en caso de accidente o fallecimiento servirá para cubrir el crédito impidiendo la transferencia intergeneracional de deudas así como para otorgar una serie de recursos adicionales para la familia.

La tendencia es clara. Cada día más personas tienen acceso al financiamiento, y con la entrada en vigor de la Ley de Ahorro y Crédito Popular, también lo tendrán en términos de ahorro e inversión bajo un ambiente supervisado y regulado por el gobierno.

Las opciones para la población que se encuentra en situación de pobreza se amplían. Ahorro y crédito se habrán de convertir en un elemento central del desarrollo nacional.

Hay que mencionar que estas instituciones tienen ciertos cambios a través del tiempo, por lo tanto hay que tener presentes los conceptos de ONG, SOFOL y SOFOM

1.- Organización No Gubernamental:

Una organización no gubernamental (ONG)²³ es cualquier grupo no lucrativo de ciudadanos voluntarios, que está organizada a nivel local, nacional o internacional. Con tareas orientadas y dirigidas por personas con un interés común, las ONG realizan una variedad de servicios y funciones humanitarias, llevan los problemas de los ciudadanos a los gobiernos, supervisan las políticas y alientan la participación de la comunidad.

Proveen de análisis y experiencia, sirven como mecanismos de advertencia temprana y ayudan en la supervisión e implementación de acuerdos internacionales. Algunas están organizadas sobre temas específicos, tales como los derechos humanos, el medio ambiente o la salud. Su relación con las oficinas y las agencias del sistema de las Naciones Unidas difiere dependiendo de sus metas, ubicación y mandato.

²³ Organización de las Naciones Unidas

2.- Sociedad Financiera de Objeto Limitado:

Una sociedad financiera de objeto limitado (SOFOL)²⁴ es una institución financiera no bancaria que basa su operación en dar crédito. Su principal diferencia con los bancos es que no captan ahorro.

La figura de SOFOL permite a estos intermediarios acceder a diferentes fuentes de financiamiento como pueden ser préstamos bancarios, tanto de banca de desarrollo como comercial, o bien a financiamiento bursátil mediante la emisión de papel.

3.- Sociedad Financiera de Objeto Múltiple²⁵:

El 18 de julio de 2006 se publicó en el DOF un decreto con el que se reforman diversas leyes financieras y mercantiles. Con esta reforma a partir del 19 de julio de 2006 se crea un nuevo tipo de entidad financiera, la sociedad financiera de objeto múltiple (SOFOM). Esta sociedad puede tener por objeto la realización de operaciones de arrendamiento financiero y/o factoraje financiero y/o crédito para cualquier fin, sin necesidad de autorización de la SHCP y de carga regulatoria.

Las SOFOM en principio es una entidad no regulada (E.N.R.). Es decir, no les aplican normas financieras relativas a requerimientos de capital, límites de operación, reservas técnicas, límites de tenencia accionaria, estructura corporativa, etc.

Solo en el caso de que la SOFOM esté vinculada con una institución de crédito será regulada (E.R.), en consecuencia, le aplicarán algunas normas bancarias y estará sujeta a la supervisión de la CNBV.

Algunas de las instituciones financieras con mayor presencia, que otorgan microcrédito y que funcionan como bancos comunales son:

COMPARTAMOS BANCO
FINSOL
FINANCIERA INDEPENDENCIA
CAME
FINCA MÉXICO
FINCOMUN
SOLFI
PROMUJER
ALSOL
FORJADORES
ESPACIOS ALTERNATIVOS

²⁴ Tarjetas y Créditos, SOFOLES, opción segura de crédito, Redacción online El Universal, Jueves 28 de enero de 2006.

²⁵ Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CAPÍTULO VI

COMPARTAMOS BANCO

6.1 Perfil de Compartamos Banco²⁶

Compartamos inició operaciones en 1990 como institución sin fines de lucro bajo el nombre Compartamos I.A.P. Originalmente fue creado como un programa piloto enfocado en el desarrollo social de México a través del otorgamiento de créditos llamados Generadoras de Ingresos (“GDI”) a microempresarios en Oaxaca y Chiapas; éste permanece como el principal producto aunque ya opera en escala nacional.

En el año 2001, su régimen jurídico cambió a una Sociedad Financiera de Objeto Limitado (“Sofol”) bajo el nombre de Financiera Compartamos S.A. de C.V. (“Financiera Compartamos”). De esta forma, su cartera de créditos creció aceleradamente y logró ampliar su acceso a fuentes de fondeo institucionales.

Posteriormente migró hacia la figura de banco y el 1 de junio de 2006 comenzó operar bajo este nuevo régimen. El motivo de este cambio obedece principalmente a poder ampliar la gama de servicios a sus clientes así como eventualmente desarrollar su fondeo mediante depósitos. Compartamos absorbió todas las obligaciones de la Sofol.

El 20 de abril de 2007 Compartamos realizó una oferta secundaria por el 29.9% de sus acciones con lo que inició su cotización en la Bolsa Mexicana de Valores. Anteriormente la tenencia accionaria se componía por Compartamos. Debido a su fuerte presencia como micro-financiera en México, Compartamos muestra una importante expansión en su portafolio crediticio.

Al cierre de 2007 mantiene un saldo en su cartera de préstamos de \$4,186 millones de pesos. Su base actual de acreditados se ubica en 837,743 (2006: 616,528). Para crecer ha sido necesario un mayor número de sucursales y personal. Se abrieron 64 oficinas de representación en 2007 para alcanzar un total de 252; asimismo, el número de empleados muestra un crecimiento de 33.5% y se ubica en 4,277, de los cuales 2,570 son promotores de campo.

El Consejo de Administración está conformado por 10 consejeros y sus respectivos suplentes, de los cuales tres mantienen carácter de independientes.

²⁶ Información obtenida de:

<http://www.fitchmexico.com/espanol/Listados/Financieras/Archivos/COMPARTAMOS.pdf>

6.2 Descripción y tipos de créditos de Compartamos Banco.

El banco se enfoca principalmente en otorgar créditos a personas físicas para utilizarse en el desarrollo de una microempresa (empresas con menos de 16 empleados); sin embargo, ha iniciado una gradual diversificación en sus productos que reflejan aumentos en número de clientes, saldo de la cartera y perfil de riesgos. Compartamos desarrollo el crédito Emergente como un préstamo adicional a aquellos clientes que se encuentren afectados por una situación fortuita o de contingencia.

La mayoría de los acreditados de Compartamos son mujeres con actividad microempresarial que viven en zonas rurales o semi-urbanas del país. Si bien, este segmento poblacional expone a Compartamos Banco en mayor medida a condiciones adversas de mercado, la administración posee una amplia experiencia de seguimiento y el historial de cumplimiento exhibe bajos índices de cartera vencida y niveles de castigos conservadores.

Asimismo, el esquema de contar con responsables solidarios en los préstamos grupales genera un filtro automático ya que los mismos miembros conocen personalmente al resto de los acreditados así como implica un factor de cumplimiento para los sujetos de crédito.

El análisis de crédito inicia cuando los promotores de cada oficina visitan una determinada comunidad con el objetivo de comenzar a construir la cartera. En campo, los promotores realizan una presentación general de las actividades de Compartamos a líderes de la comunidad para posteriormente comenzar a formar grupos solidarios (una vez que han sido referenciados a los demás habitantes de la zona).

Cuando se ha determinado la formación de un grupo y el monto de su crédito respectivo, los promotores estiman flujos de efectivo para cada grupo y realizan diversas sesiones explicativas de las condiciones y mecánica de pagos que tendrá su crédito; igualmente se elige un representante quien será encargado de llevar el proceso de cobranza y la relación con Compartamos. Con base en el historial de operaciones del banco, se ha desarrollado un buró de crédito interno como filtro complementario para otorgar o rechazar un crédito en ciertas comunidades o hacia determinados acreditados, lo cual es capturado en las calificaciones actuales del banco.

Los créditos otorgados por Compartamos son para proyectos vigentes que muestran una generación de flujos de ingresos adecuada para los promotores y no para proyectos nuevos.

Es importante notar que no se supervisa la aplicación del crédito, únicamente se supervisa el cumplimiento de pagos. No obstante, en cada celebración del crédito, se tiene que hacer mención de la finalidad de los recursos obtenidos y se recaban dos firmas en los pagarés (uno es el propio y el otro es como aval de otra acreditada del mismo grupo).

La periodicidad de pagos se determina específicamente para cada grupo y ésta puede ser semanal, bisemanal o mensual. Cada promotor es responsable de llevar el control de cobros de sus comunidades administradas y reporta semanalmente a su respectiva gerencia. En cada sesión de pago, se realiza una junta de grupo y a su vez cada miembro deposita su pago correspondiente ante el representante y el promotor.

Cualquier pago individual no realizado es absorbido por los demás miembros del grupo (solo en el caso de productos GDI y Solidario). Para renovar los créditos, el criterio de origen considera un análisis sobre saldos, puntualidad, requerimientos de nuevos montos, cambios en integrantes del grupo, en el comité, entre otros. Si el comportamiento de estas variables es favorable, se procede a autorizarlos, incluso con un monto mayor (así como el monto de ahorro de cada grupo).

A continuación se describen los cinco tipos de servicios que componen el saldo crediticio a diciembre 2007:

1) Generadora de ingresos (GDI). Este tipo de créditos son dirigidos a microempresas ubicadas en medios rurales y semi-urbanas. Su operación inicia al formar grupos de mínimo 12 mujeres, con actividades independientes, en donde se otorga un crédito individual a cada integrante del grupo. El objeto de formar estos grupos es crear una obligación solidaria entre el resto de los miembros, así como crear un filtro de selección de las acreditadas ya que ellas mismas son las que eligen con quien van a formar el grupo. Los montos individuales de los préstamos fluctúan entre \$900 y \$22,000 pesos a un plazo promedio de 16 semanas y esquemas de pagos semanales o bisemanales. Al cierre de 2007, representa el 82.7% de la cartera total y concentra a 91.0% de sus acreditados (2006: 87.3% y 92.6%, respectivamente).

2) Paralelos. Son préstamos dirigidos a aquellos acreditados activos de GDI que hayan terminado cuando menos dos ciclos de 16 semanas y que cuenten con un buen historial, pertenezcan a una GDI que no esté atrasada en pagos y tengan un aval que sea miembro del mismo grupo GDI por un monto igual o mayor al crédito que el cliente del paralelo. Son prestamos de entre \$600 y \$4,200 pesos (no puede ser superior al 30% del monto dispuesto en el GDI) para que los clientes puedan aprovechar oportunidades de negocio adicionales a las de los GDI. Su participación en la estructura de la cartera se mantiene estable en 2.0% del saldo total y 5.8% en el número de acreditados.

3) Solidarios. Éstos se otorgan tanto en medios urbanos como rurales donde no existe una elevada integración social. Los grupos se forman de tres a ocho integrantes, con actividades económicas independientes y también forman una garantía solidaria entre ellos. Los créditos oscilan entre \$4,000 y \$25,000, el plazo entre 3 y 9 meses y los pagos son semanales o bisemanales. Se ha impulsado este tipo de crédito y al cierre de 2007 concentra 5.7% de la cartera total cuando en 2006 era 3.9%, lo cual ha afectado la calidad de activos por su más alto perfil de riesgos.

4) Individual. El crédito individual va dirigido para aquellas microempresas que se encuentran más desarrolladas y pueden otorgar garantías personales o prendarias. El monto de los créditos fluctúa entre \$5,000 y \$85,000, el plazo entre 3-24 meses y los pagos pueden ser bisemanales o mensuales. Este tipo de crédito representa los préstamos más grandes que otorga Compartamos. Actualmente representa 7.3% del total de préstamos (2006: 6.6%), por lo cual, conjugado con el crecimiento de los créditos Solidarios, ha presionado el nivel de cartera vencida, aunque ésta se mantiene baja.

5) Mejoramiento a la vivienda. El mercado que ataca este producto son clientes activos con edades comprendidas entre 21 y 65 años que acrediten la propiedad en la que se realizara la mejora. El monto de los créditos fluctúa entre \$3,000 y \$30,000, a un plazo entre 6-12 meses con pagos bisemanales o mensuales. Se requiere un aval y garantía prendaria sin posesión de bienes.

6.3 Filosofía de Compartamos Banco.

La Filosofía²⁷ Compartamos comprende tres rubros Misión, Visión y Valores:

Misión: Son un banco que genera valor social, económico y humano. Están comprometidos con la persona, generan oportunidades de desarrollo, en segmentos populares; estas oportunidades se basan en modelos innovadores y eficientes a gran escala y en valores trascendentales que crean cultura interna y externa, desarrollando relaciones de confianza permanentes y contribuyendo a la creación de un mundo mejor.

Visión: Contar con personas autorrealizadas, ser el banco líder de finanzas populares, ofreciendo servicios de ahorro, crédito y seguros, ampliando las fronteras del sector financiero.

Valores: En Compartamos Banco son conscientes que la práctica de valores universales mejoran a la persona y promueven relaciones efectivas.

• Seis valores de Compartamos Banco:

1) Responsabilidad: Cumplen sus valores con excelencia y asumen las consecuencias de sus acciones.

2) Servicio: Ofrecen a los demás porque tienen un autentico interés por la persona.

3) Trabajo en equipo: Colaboran con los demás, se esfuerzan juntos para lograr más.

4) Rentabilidad: Hacen más con menos, siendo productivos y eficientes.

²⁷ Información obtenida de: www.compartamos.com/

5) Pasión: Aman lo que hacen.

6) Persona: Buscan que las personas sean mejores. Por ello fomentan su desarrollo de acuerdo a un modelo integral que considera todas las dimensiones de la persona (física, intelectual, social, familiar y profesional).

- Cultura organizacional:

Siguiendo una fuerte cultura por los valores y adhesión a su Filosofía, en Compartamos Banco ofrecen a sus clientes una gran cantidad de servicios, debido a la pasión por servir a cada uno de sus colaboradores día con día.

El Centro de Formación ubicado en las oficinas corporativas, y con los Centros de Formación Externos, son utilizados para impartir cursos y talleres a sus colaboradores con el objetivo de formar y desarrollar personas integrales que cubran las exigencias del mercado actual.

- Compartamos con la comunidad:

Además de ofrecer servicios financieros a sus clientes, apoyan las siguientes iniciativas:

- a) Educación Financiera
- b) Transformación de parques y espacios públicos
- c) Colaboradores y sus familias realizan proyectos de voluntariado en todo el país.
- d) Alianzas con instituciones que contribuyen a la transformación de México
- e) Más de 7 millones en donativos destinados a apoyar instituciones de la sociedad civil dedicadas a promover proyectos de educación y desarrollo económico.

6.4 Premios y reconocimientos de Compartamos Banco.

Cuando una empresa tiene éxito es por el desempeño de varios factores aquí mencionamos algunos premios y reconocimientos que esta financiera se ha ganado por su buen servicio financiero.

2009:

- Lugar número 13 de las mejores empresas para trabajar en México, según el Great Place to Work Institute.

2008:

- Una de las diez mejores empresas empleadoras del país según Hewitt Associates y la revista América Economía.
- Una de las 100 mejores empresas para trabajar en México, según el Great Place to Work Institute.
- Una de las "Súper Empresas 2008", listado publica Grupo Editorial Expansión.

2007:

- Quinto lugar en la lista de las Mejores Empresas para Trabajar en México, otorgado por el Great Place to Work Institute.
- Premio "Banca Sustentable del Año" (Sustainable Bankers of the Year), otorgado por el diario Financial Times (FT) y la Corporación Financiera Internacional (IFC).
- Primer lugar en el Ranking de Gobierno Corporativo en Latinoamérica de empresas con IPO's (Corporate Governance in Latin Americas IPO'S) otorgado por la empresa Management & Excellence SA, Madrid (M&E) y la revista Latin Finance.
- Cuarto lugar en la lista de las Mejores Empresas para Trabajar para las mujeres, otorgado por el Great Place to Work Institute y la revista Mujer Ejecutiva.

2006:

- Quinto lugar en la lista de las Mejores Empresas para Trabajar en México, y 1er lugar en compañerismo en América Latina, otorgado por el otorgado por el Great Place to Work Institute.
- Premio al "Acuerdo Sustentable del Año" (Sustainable Deal of Year), otorgado por Diario Financial Times (FT) y la Corporación Financiera Internacional (IFC).

- Reconocimiento como la Sexta Empresa Mejor Empleadora de América Latina, según Hewitt Associates y la revista América Economía.

2005:

- Premio a la Transparencia Financiera 2004, otorgado por el CGAP (Consultive Group to Assist the Poor)
- La Revista Latin Finance líder en información financiera y mercados, en América Latina, seleccionó la emisión de sus Certificados Bursátiles como la “Transacción del Año” (Deal of the Year) Premio a la Excelencia en Microfinanza en la categoría de Entidades Reguladas, por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Reconocimiento como la Décimo Sexta Empresa Mejor Empleadora de América Latina y la Sexta en México, según Hewitt Associates y la revista América Economía.

2003:

- Carlos Danel, Director General Adjunto, fue nombrado “Global Leaders for Tomorrow” por el World Economic Forum en Davos, Suiza.

2000:

- Mención Honorífica a la Excelencia en Microfinanzas, otorgada por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

CAPÍTULO VII

CASO PRÁCTICO.

7.1 Datos financieros.

La información financiera utilizada la da a conocer la calificadora Fich Ratings²⁸, presentada al 5 de mayo del 2008 en sus diferentes publicaciones electrónicas. Por lo que se utilizará el balance general y estado de resultados del 2003-2007.

COMPARTAMOS BANCO, S.A. DE C.V. BALANCE GENERAL MILLONES DE PESOS NOMINALES

	Dic-07	Dic-06	Dic-05	Dic-04	Dic-03
ACTIVOS					
Disponibilidades	442 8.7%	105 3.2%	64 2.8%	73 5.2%	30 3.1%
Instrumentos Financieros	460 9.0%	100 3.0%	23 1.0%	0 0.0%	0 0.0%
Operaciones con Valores	0 0.0%	78 2.4%	209 9.2%	158 11.3%	213 21.9%
Cartera de Créditos Total	4,186 82.0%	2,975 90.6%	1,940 85.7%	1,138 81.5%	722 74.1%
Cartera Vigente	4,129 80.9%	2,957 90.0%	1,940 85.3%	1,133 81.1%	719 73.8%
Cartera Vendida	57 1.1%	18 0.5%	9 0.4%	5 0.4%	3 0.3%
(-) Estimación para Riesgos Crediticios	167 3.3%	119 3.6%	87 3.8%	46 3.2%	28 2.9%
Cartera de Créditos Neta	4,019 78.8%	2,856 87.0%	1,862 81.9%	1,093 78.2%	694 71.3%
Otras Cuentas por Cobrar	22 0.4%	14 0.4%	9 0.4%	4 0.3%	5 0.5%
Inmuebles, Mobiliario y Equipo Neto	145 2.8%	107 3.3%	68 3.0%	46 3.3%	27 2.8%
Bienes Adjudicados	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
Inversiones Permanentes en Acciones	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
Impuestos Diferidos	0 0.0%	7 0.2%	19 0.8%	11 0.8%	0 0.0%
Cargos Diferidos e Intangibles	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
Otros Activos	15 0.3%	17 0.5%	19 0.8%	12 0.9%	5 0.5%
TOTAL ACTIVOS	5,103 100%	3,284 100%	2,273 100%	1,397 100%	974 100%
PASIVOS					
Captación Tradicional	2,608 51.1%	502 15.3%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
Depósitos	2,608 51.1%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
Bonos Bancarios	0 0.0%	502 15.3%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
Préstamos Interbancarios	0 0.0%	1,250 38.1%	1,359 59.8%	815 58.3%	597 61.3%
Operaciones con Valores	1 0.0%	83 2.5%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
ISR y PTU por pagar	28 0.5%	49 1.5%	27 1.2%	11 0.8%	19 2.0%
Otras cuentas por pagar	171 3.4%	41 1.2%	31 1.4%	23 1.6%	14 1.4%
Obligaciones Subordinadas	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
Impuestos Diferidos	10 0.2%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
Créditos Diferidos	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
TOTAL PASIVOS	2,818 55.2%	1,925 58.6%	1,417 62.3%	849 60.8%	630 64.7%
CAPITAL					
Capital Aportado	487 9.5%	469 14.3%	461 19.8%	73 5.2%	69 7.1%
Capital Ganado	1798 35.2%	890 27.1%	405 17.8%	475 34.0%	275 28.2%
TOTAL CAPITAL CONTABLE	2285 44.8%	1359 41.4%	866 37.7%	548 39.2%	344 35.3%
PASIVO + CAPITAL CONTABLE	5,103 100%	3,284 100%	2,273 100%	1,397 100%	974 100%

²⁸ Información financiera obtenida de:

<http://www.fitchmexico.com/espanol/Listados/Financieras/Archivos/COMPARTAMOS.pdf>

COMPARTAMOS BANCO, S.A. DE C.V.
ESTADO DE RESULTADOS
MILLONES DE PESOS NOMINALES

	Dic-07		Dic-06		Dic-05		Dic-04		Dic-03	
Ingresos Financieros	2,824	100.0%	2,035	100.0%	1,337	100.0%	815	100.0%	515	100.0%
(-) Gastos Financieros	177	6.3%	176	8.6%	169	12.6%	85	10.4%	65	12.8%
Margen antes de Repomo	2,647	93.7%	1,859	91.4%	1,168	87.4%	730	89.6%	449	87.2%
(+) REPOMO	-67	-2.4%	-50	-2.5%	-19	-1.4%	-23	-2.8%	-10	-1.9%
Margen Financiero	2,580	91.4%	1,809	88.9%	1,149	85.9%	707	86.7%	439	85.2%
(-) Estimación para riesgos crediticios	70	2.5%	46	2.3%	51	3.8%	19	2.3%	11	2.1%
Reservas crediticias globales	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
Loss-sharing FOBAPROA	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
SIN DESGLOSE	70	2.5%	46	2.3%	51	3.8%	19	2.3%	11	2.1%
Margen Financiero Ajustado por Riesgo	2,510	88.9%	1,763	86.6%	1,098	82.1%	688	84.4%	428	83.1%
(+) Ingresos No Financieros	-44	-1.6%	-27	-1.3%	9	0.7%	4	0.5%	2	0.4%
Comisiones (Netas)	-41	-1.5%	-41	-2.0%	9	0.7%	4	0.5%	2	0.4%
Comisiones y Tarifas Cobradas	32	1.1%	32	1.6%	9	0.7%	4	0.5%	2	0.4%
Comisiones y Tarifas Pagadas	73	2.6%	73	3.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
Intermediación	-3	-0.1%	1	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
Ingresos Netos de Operación	2,466	87.3%	1,736	85.3%	1,107	82.8%	692	84.9%	430	83.5%
(-) Gastos de Operación	1,237	43.8%	816	40.1%	555	41.5%	356	43.7%	197	38.3%
UTILIDAD DE OPERACIÓN	1,229	43.5%	920	45.2%	552	41.3%	336	41.2%	233	45.2%
(+) Otros Productos (Gastos) Netos	42	1.5%	14	0.7%	-3	-0.2%	-3	-0.4%	2	0.4%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	1,271	45.0%	934	45.9%	549	41.1%	333	40.9%	235	45.6%
(-) ISR y PTU causados	378	13.4%	290	14.3%	193	14.4%	128	15.7%	91	17.7%
(+) ISR y PTU diferidos	-16	-0.6%	-13	-0.6%	9	0.7%	11	1.3%	0	0.0%
UTILIDAD ANTES DE SUBSIDIARIAS	877	31.1%	631	31.0%	365	27.3%	216	26.5%	144	28.0%
(+) Participación en subsidiarias	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
UTILIDAD POR OPERACIONES CONTINUAS	877	31.1%	631	31.0%	365	27.3%	216	26.5%	144	28.0%
(+) Operaciones discontinuas o extraord.	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
(+) Interés Minoritario	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
UTILIDAD NETA	877	31.1%	631	31.0%	365	27.3%	216	26.5%	144	28.0%

Nota

Para realizar esta investigación se conformaron los datos en Excel, El desarrollo de los cálculos fueron elaborados con información provista por Fich Ratings una de las empresas calificadoras con mayor presencia en todo el mundo, recordando que esta información es de carácter público en la cual se incluyeron el balance general, el estado de resultados por los años 2003-2007, una vez conformada esta base de datos se cálculo el valor económico agregado (EVA), y posteriormente las razones financieras de rentabilidad, Retorno Sobre los Activos (ROA), Retorno Sobre el Capital (ROE) mediante la fórmula Dupont, contenidas en el capítulo cuatro, las cuales posteriormente fueron comparadas permitiendo observar sus diferencias.

7.2 Desarrollo del EVA en función del modelo de valuación de activos de capital CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Para realizar el desarrollo del valor económico agregado (EVA) se utilizó la información contable contenida en los estados financieros como el balance general y estado de resultados de los años 2003-2007. También se utilizaron los índices bursátiles como el índice promedio de precios y cotizaciones, el índice promedio de certificados de tesorería, los porcentajes del impuesto sobre la renta, así como una beta estimada de la acción en su mercado, todos estos índices fueron por los años 2003-2007.

$$\textbf{Valor Económico Agregado} = (r - \text{CCPP}) \times \text{Capital}$$

El Valor Económico Agregado (EVA) Representa el rendimiento que genera la empresa en comparación con el financiamiento empleado.

Para desarrollar del valor económico agregado (EVA) necesitamos los siguientes elementos:

r= Rendimiento sobre el capital
CCPP= Costo de capital promedio ponderado
C= Capital

$$\textbf{Rendimiento sobre el Capital} = (\text{UNODI} / \text{C})$$

Rendimiento sobre el capital se calcula dividiendo la utilidad neta de operación después de impuestos, entre el capital.

r= (UNODI / C)
r= Rendimiento sobre el capital
UNODI= Utilidad Neta Operativa Después de Impuestos
C= Capital

$$\textbf{Costo de Capital} = Tlr - \beta (Tm - Tlr)$$

El costo de capital es la tasa de rendimiento que los inversionistas, o accionistas de la empresa desean ganar. Este se calcula considerando el riesgo de la acción de la empresa (Beta) en su mercado, multiplicándolo por la diferencia entre la tasa de mercado y la tasa libre de riesgo.

Cc= Costo de capital
Tlr= Tasa Libre de Riesgo
Tm= Tasa de mercado
 β = Beta de la acción en su mercado

Costo de la deuda= (1-t) x b

El costo de la deuda representa el porcentaje de desembolso de efectivo ocasionado por el uso de financiamiento externo.

t = Gravamen marginal del impuesto federal

b= tipo de interés de endeudamiento de la empresa = intereses / Pasivo con costo

Costo Promedio Ponderado de Capital= Cc+Cd

El costo de capital promedio ponderado se define como el promedio ponderado del costo de los diferentes componentes de financiamiento de deuda y de capital utilizados en la empresa en otras palabras es el rendimiento que los accionistas esperan recibir por haber financiado a la empresa.

Cc= Costo de capital

Cd=Costo de la deuda

En el siguiente cuadro podemos observar los diferentes índices bursátiles que se utilizaron para desarrollar el valor económico agregado.

Cuadro 7.2-1

INDICE PROMEDIO DE PRECIOS Y COTIZACIONES	
PROMEDIO 2003 IPC	0.18
PROMEDIO 2004 IPC	0.13
PROMEDIO 2005 IPC	0.13
PROMEDIO 2006 IPC	0.18
PROMEDIO 2007 IPC	0.03

http://www.puentenet.com.ar/cotizaciones/indices_historico.xhtml?id=%3DMEX

INDICE PROMEDIO DE CERTIFICADOS DE TESORERIA	
PROMEDIO 2003 CT	0.06
PROMEDIO 2004 CT	0.07
PROMEDIO 2005 CT	0.09
PROMEDIO 2006 CT	0.07
PROMEDIO 2007 CT	0.07

<http://www.banxico.org.mx/sistema financiero/estadisticas/MercadoDineroValores/tasasInteres.html>

IMPUESTO SOBRE LA RENTA	
2003	34%
2004	33%
2005	30%
2006	29%
2007	28%

www.sat.gob.mx/

En el cuadro 7.2-2 se muestra el ajuste que se realizó para poder obtener el importe del capital utilizado en los periodos 2003-2007, para calcular el EVA. En el balance general se muestran dos rubros que son el capital aportado y el capital ganado, en éste ya se incluye la utilidad operativa por lo que la tenemos que descontar para no duplicar la utilidad operativa y así conseguir el importe del capital utilizado por la empresa.

Cuadro 7.2-2

	Dic-07	Dic-06	Dic-05	Dic-04	Dic-03
CAPITAL GANADO	1798	890	405	475	275
- UTILIDAD NETA	877	631	365	216	144
= CAPITAL UTILIZADO	921	259	40	259	131

En el cuadro 7.2-3 se muestra el ajuste que se realizó para poder obtener el importe del pasivo utilizado en los periodos 2003-2007, para calcular el EVA. Para realizar el cálculo del costo del capital promedio ponderado (CCPP) es necesario descontar los impuestos al pasivo, para no duplicar los impuestos y así llegar al importe del pasivo utilizado por la empresa.

Cuadro 7.2-3

PASIVOS :	Dic-07	Dic-06	Dic-05	Dic-04	Dic-03
Depósitos	2608	-	-	-	-
Bonos Bancarios	-	502	-	-	-
Préstamos Interbancarios	-	1250	1359	815	597
Operaciones con Valores	1	83	-	-	-
Otras cuentas por pagar	171	41	31	23	14
= PASIVO UTILIZADO	2780	1876	1390	838	611

En el siguiente cuadro podemos observar el desarrollo del EVA con el criterio de costo de capital promedio ponderado (CCPP) en función del CAPM.

$$\text{Valor Económico Agregado} = (r - \text{CCPP}) \times \text{Capital}$$

Cuadro 7.2-4

Año	EVA		r = Rendimiento Sobre Capital			Costo de Capital Promedio Ponderado :								CAPITAL	
						% Costo de Capital:				% Costo de la Deuda					
			r =	UNODI / Capital	Cc =	Tlr + β (Tm - Tlr)	Cd	(1-t)	b						
2003	85.23%	111.66	1.0992	144	131	0.18	0.06	0.96	0.12	0.07	0.66	0.11	66	611	131
2004	63.63%	164.81	0.8340	216	259	0.13	0.07	0.98	0.06	0.07	0.67	0.10	85	838	259
2005	891.30%	356.52	9.1250	365	40	0.13	0.09	0.94	0.04	0.09	0.70	0.12	169	1,390	40
2006	218.97%	567.14	2.4363	631	259	0.18	0.07	0.97	0.11	0.07	0.71	0.09	176	1,876	259
2007	86.98%	801.06	0.9522	877	921	0.04	0.07	0.95	-0.04	0.05	0.72	0.06	177	2,780	921

El desarrollo del Valor Económico Agregado se considera como generador de valor, y está conformado por el rendimiento de capital, menos el costo de capital promedio ponderado (CCPP), por el capital.

UNODI: Los resultados positivos se deben a que las utilidades netas operativas después de impuestos, son mayores o proporcionales al capital aportado por los accionistas.

CCPP: El costo de capital promedio ponderado, toma en cuenta el riesgo, y realiza los ajustes necesarios para obtener el pasivo adecuado.

Como se puede observar en los resultados obtenidos por el EVA, en 2005 y 2006, fueron donde hubo mayor incremento de valor, mientras que en 2003, 2004 y 2007, no se alcanzó ni el 90%.

De acuerdo al análisis realizado a Compartamos Banco existe una tendencia consistente en el modelo de valor económico agregado (EVA), ha mostrar valores por lo generalmente positivos. Esto se debe a que esta empresa sabe utilizar de manera eficiente todos sus recursos.

El costo de capital promedio ponderado en el país es muy elevado, aun así la financiera logro tener un EVA positivo. De acuerdo a la información financiera la empresa en los últimos años se pudo financiar por sus clientes ahorradores.

Con esto podemos decir que la empresa ha generado valor económico por encima del costo que tienen los recursos empleados.

7.3 Desarrollo de los Indicadores financieros tradicionales a través de la fórmula Dupont.

Estas razones de rentabilidad se refieren a la capacidad de la entidad para generar utilidades o incremento en sus activos netos. Sirve al usuario general para medir la utilidad neta o cambios de los activos netos de la entidad, en relación a sus ingresos, su capital contable o patrimonio contable y sus activos propios.

Margen de utilidad neta: Mide el porcentaje de las ventas netas que quedan después que se dedujeron todos los costos, gastos, financiamientos e impuestos.

Margen de utilidad neta = Utilidad Neta / Ventas Netas

Cuadro 7.3-1

Año	Margen de utilidad=	Utilidad Neta / Ventas Netas	
2003	27.96%	144	515
2004	26.50%	216	815
2005	27.30%	365	1,337
2006	31.01%	631	2,035
2007	31.06%	877	2,824

El porcentaje obtenido en el cuadro nos muestra los centavos que quedan por cada peso vendido, nos presenta un incremento constante excepto en el año 2004. Al ser una empresa grande se debería obtener un margen de utilidad neta mayor mediante los recursos financieros que la empresa tiene.

Retorno sobre los activos (ROA): Mide las ganancias que se obtienen en relación con la inversión de sus activos.

ROA = Utilidad Neta / Activo Total

Cuadro 7.3-2

Año	ROA=	Utilidad Neta / Activo Total	
2003	14.78%	144	974
2004	15.46%	216	1,397
2005	16.06%	365	2,273
2006	19.21%	631	3,284
2007	17.19%	877	5,103

El cuadro nos presenta el porcentaje que los inversionistas están obteniendo por su participación en la empresa en cuanto a los activos, el resultado debe de ser el mayor porcentaje posible, en el cuadro podemos observar que se va incrementando año tras año el porcentaje excepto en el año 2007, el cuadro nos muestra que es un porcentaje menor al 20% en todos los años.

Rotación del activo: Mide el uso eficiente de los activos que se obtiene, en relación con las ventas.

Rotación del Activo = Ventas Netas / Activo Total

Cuadro 7.3-3

Año	Rotación Activo=	Ventas Netas / Activo Total	
2003	52.87%	515	974
2004	58.34%	815	1,397
2005	58.82%	1,337	2,273
2006	61.97%	2,035	3,284
2007	55.34%	2,824	5,103

Los resultados nos muestran la eficiencia con la que se están utilizando los activos en los cinco años, el cuadro nos muestra que se utilizan en promedio un 57.47 %. Este resultado es menor del que se puede emplear.

Multiplicador de capital: También conocido como apalancamiento financiero, indica cuantas unidades en activo puede mostrar la empresa por cada unidad de dinero invertida por los accionistas.

Multiplicador de Capital = Activo Total / Capital Total

Cuadro 7.3-4

Año	Multiplicador de Capital=	Activo Total / Capital Total	
2003	2.8314	974	344
2004	2.5493	1,397	548
2005	2.6554	2,273	856
2006	2.4165	3,284	1,359
2007	2.2333	5,103	2,285

Los resultados obtenidos nos muestran el financiamiento por los cinco años que es en promedio 2.54 veces, en la inversión en activos totales por los cinco años, a través del uso del capital total para alcanzar los objetivos de la empresa.

Retorno sobre el Capital (ROE): Mide la relación del retorno de la inversión de capital que obtienen los dueños del negocio.

Desarrollo de la fórmula ROE Dupont:

$$\text{Margen de Utilidad Neta} \times \text{Rotación de Activo} \times \text{Multiplicador de Capital}$$

$$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas Netas}} \times \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Capital Total}}$$

Cuadro 7.3-5

Año	ROE=	(ROA)(Multiplicador de Capital)	
2003	41.86%	0.1478	2.8314
2004	39.42%	0.1546	2.5493
2005	42.64%	0.1606	2.6554
2006	46.43%	0.1921	2.4165
2007	38.38%	0.1719	2.2333

El cuadro nos muestra el retorno de la inversión durante los cinco años en promedio 41.75%, este indicador financiero muestra el rendimiento que esta obteniendo la empresa por los cinco años y nos indica que es menor al cincuenta por ciento. Lo cual no le conviene a los accionistas.

7.4 El EVA comparado con los indicadores financieros tradicionales.

En este análisis se realizara la comparación de indicadores financieros tradicionales de rentabilidad frente al método de valor económico agregado (EVA).

Cuadro 7.4-1

Año	EVA	ROA	ROE
2003	85.23%	14.78%	41.86%
2004	63.63%	15.46%	39.42%
2005	891.30%	16.06%	42.64%
2006	218.97%	19.21%	46.43%
2007	86.98%	17.19%	38.38%

Como podemos observar en el cuadro tanto el valor económico agregado (EVA), el retorno sobre los activos (ROA) y el retorno sobre el capital (ROE), tienen valores en los años 2003-2007, positivos los cuales son valores esperados por los accionistas.

Valor económico agregado (EVA): Nos muestra los resultados obtenidos en los años 2003-2007, fueron todos positivos. Es decir nos indican que la empresa ha generado valor económico. Esto se debe a los recursos administrados de forma adecuada.

Al analizar el rendimiento de capital se realizaron los ajustes en el balance general, donde se muestran dos rubros los cuales son el capital aportado y el capital ganado, en este ya se incluye la utilidad operativa por lo que se descontó, para no duplicar la utilidad operativa y así conseguir el importe del capital utilizado por la empresa.

En el desarrollo del costo de capital promedio ponderado (CCPP), se descontaron los impuestos al pasivo, para no duplicar los datos.

El método EVA, nos esta indicando el valor que ha generado la empresa, en los años 2005 y 2006 fue donde se genero mayor valor, esto se debe a que se utilizo un menor capital y se obtuvo una utilidad neta operativa después de impuestos mucho mayor.

Aunque la empresa en el último año utilizó mayor capital y obtuvo una utilidad neta operativa después de impuestos menor, se ve reflejado un resultado positivo, esto fue por que se financio de sus clientes, al empezar a recaudar ahorro.

Retorno sobre los activos (ROA): El cuadro nos presenta el porcentaje que los inversionistas están obteniendo por su participación en la empresa en cuanto a los activos, el resultado debe de ser el mayor porcentaje posible, en el cuadro podemos observar que el resultado en todos sus años es menor al veinte por ciento, esto se debe a que hay una utilidad menor y una inversión mayor en activos.

Este indicador financiero, nos presenta resultados siempre positivos cuando existe utilidad. En cuanto a la comparación con el EVA, este indicador no toma en cuenta el riesgo y toma resultados netos por eso su rendimiento es menor.

Retorno sobre el capital (ROE): El resultado nos muestra el retorno de la inversión durante los cinco años, en el cuadro podemos observar de acuerdo al resultado que hay una utilidad menor y una inversión mayor en capital. Esto se debe a que este indicador esta en función de los datos totales contenidos en los estados financieros. En comparación con el EVA los resultados no nos muestran si la empresa ha generado valor, o no lo ha generado.

7.5 Comprobación de hipótesis.

En la presente investigación se plantearon cuatro hipótesis una principal y tres secundarias:

Principal

El método de Valor Económico Agregado (EVA), se entiende como las utilidades netas en operación después de impuestos menos el costo de capital empleado para generar esas utilidades, el EVA se incrementa si las utilidades netas en operación aumentan siempre y cuando no se haya involucrado capital adicional. Este método nos ayuda a calcular el valor económico que ha desarrollado la empresa, durante cierto periodo de tiempo.

En la hipótesis principal se analizaron los datos financieros del balance general y estado de resultados con información provista por la calificadora Fich Ratings y se desarrollo el valor económico agregado (EVA), para calcular el valor económico de Compartamos Banco por los periodos 2003-2007.

En términos generales al desarrollar el EVA existe una tendencia por los periodos comprendidos del 2003-2007 en mostrarnos resultados positivos. Este método nos ayudo a calcular el valor económico, lo que nos indican los resultados es que la empresa, Compartamos Banco, ha desarrollado valor económico durante los cinco años de estudio.

En cuanto a las hipótesis secundarias.

1.-Si el valor económico agregado (EVA) es positivo, significa que la compañía ha generado valor económico.

Al realizar el análisis y desarrollo del EVA, se pudo comprobar que la empresa se encuentra bien estructurada en todas sus áreas, tanto administrativamente como financieramente, gracias a esto se pudo obtener un resultado positivo y esos resultados nos indican que la empresa genero valor económico por los periodos del 2003-2007.

En el desarrollo del EVA, se analizaron los siguientes componentes financieros:

UNODI: Los resultados positivos se deben a que las utilidades netas operativas después de impuestos, son mayores o proporcionales al capital aportado por los accionistas. Se comprobó que la empresa esta siendo administrada adecuadamente, y que esta utilizando menor capital y su financiamiento es el adecuado.

CCPP: El costo de capital promedio ponderado, toma en cuenta el riesgo, y realiza los ajustes necesarios para obtener el pasivo apropiado.

2.-Si el valor económico agregado (EVA) es negativo, significa que la compañía no ha generado valor económico.

En la tesis se desarrollo el EVA y no se obtuvieron datos negativos, lo que nos indica que la empresa ha generado valor por los periodos 2003-2007.

Aunque el costo de capital promedio ponderado (CCPP) en el país es muy elevado, no obtuvo resultados negativos.

Al tener una buena administración en sus diferentes areas, la empresa Compartamos Banco, pudo generar valor para sus accionistas.

3.-Existe una relación en los resultados del valor económico agregado EVA con los indicadores financieros tradicionales tales como: Retorno Sobre los Activos (ROA) y Retorno Sobre el Capital (ROE).

En el análisis se comprobó que no existe una relación en los resultados del EVA con los indicadores financieros tradicionales tales como: retorno sobre los activos (ROA) y retorno sobre el capital (ROE). Ya que al aplicar los indicadores financieros tradicionales, se obtuvieron resultados por debajo de lo que nos indican que deben ser, esto se debe a los datos totales contenidos en los estados financieros.

Al desarrollar el retorno sobre los activos (ROA), se muestra simplemente el rendimiento que ha producido la empresa con sus operaciones sobre los activos utilizados, el resultado debe de ser el mayor porcentaje posible, en el análisis podemos observar que el resultado es menor al veinte por ciento, esto se debe a que hay una utilidad menor y una inversión mayor en activos.

En cambio el EVA muestra un resultado positivo alto en los mismos periodos, significa que hay creación de valor y por lo tanto una administración eficiente.

Al desarrollar el retorno sobre el capital (ROE), se muestra el rendimiento que ha producido la empresa sobre el capital aportado por los accionistas, podemos observar que hay una utilidad menor y una inversión mayor en capital, durante los periodos (2003-2007), significa que hay destrucción de valor y por lo tanto una administración deficiente.

La valuación por medio del EVA, estima el rendimiento real de las inversiones de la empresa, porque va en función del riesgo, y del resultado de las operaciones de la empresa, con sus respectivos ajustes. En cambio los indicadores financieros tradicionales toman en cuenta, los resultados totales contenidos en los estados financieros, que pueden ser distorsionados por las partidas extraordinarias.

Los indicadores financieros tradicionales no muestran la capacidad de generación económica de la empresa, aunque si se pueden comparar los resultados, se necesitarían hacerles los mismos ajustes que al EVA.

7.6 Conclusiones.

A través de esta investigación, dividida en 7 capítulos se pueden mencionar las siguientes conclusiones:

En la actualidad la creación de valor es el objetivo fundamental de toda buena administración de empresas. Por lo cual la creación de valor se puede definir como el proceso por el cual una empresa utiliza un capital aportado por los accionistas a través de las utilidades recupera el capital aportado y cuando ya recupero su capital, lo que recibe es un benéfico económico lo cual podemos llamar valor.

La capacidad que tienen las empresas de competir se da por una buena estructura financiera, es muy claro que las empresas que no sigan estos parámetros van a desaparecer en cuestión de tiempo, por lo que no se puede seguir administrando solo para ir sobreviviendo, los profesionistas tenemos la responsabilidad de enseñar a las empresas a crear valor para poder ser realmente competitivas.

Se analizó la estructura administrativa y financiera de la empresa, lo que nos indico desde el proceso de valuación de la empresa Compartamos Banco, que se podía obtener un resultado favorable de acuerdo a su buena estructura.

Al realizar la comprobación básica de los estados financieros anuales de Compartamos Banco, se encontraron algunas diferencias en el balance general y estado de resultados (2003-2007) lo cual nos muestra que aunque fueron analizados por la calificadora Fich Rating México, pueden tener ciertas omisiones.

Al realizar la valuación por el método de valor económico agregado se considero la historia y su evolución para tener idea de su crecimiento a través del tiempo.

En la investigación se describe la estructura del Valor Económico Agregado (EVA) y las bases de cálculo para medir el valor (2003-2007) de la empresa Compartamos Banco que se dedica al otorgar microcrédito en México.

El modelo de valor económico agregado, se considera como método para indicar si una empresa genera valor, o no lo genera.

En el análisis realizado existe una tendencia consistente en el modelo de valor económico agregado (EVA), de mostrar valores por lo general positivos.

De acuerdo al estudio de la información financiera, se encontró que la empresa aplicaba herramientas financieras tradicionales.

El retorno sobre los activos (ROA), muestra simplemente el rendimiento que ha producido la empresa con sus operaciones sobre los activos utilizados, de tal forma que si se tiene utilidades, siempre se mostrarán cifras positivas, lo cual no indica si existe una buena administración.

Para que los resultados del ROA fueran el rendimiento real de las inversiones en los activos, se tendrían que tener resultados semejantes al costo de capital promedio ponderado (CCPP), lo que nos indicaría una administración eficiente en cuanto a la inversión en los activos.

El retorno sobre el capital (ROE), nos muestra el rendimiento neto sobre el capital aportado por los accionistas, al existir utilidad se obtendrán resultados positivos, lo cual como en el caso anterior no revela una buena o mala administración. En el caso del EVA se utilizan datos internos y externos.

Los indicadores financieros tradicionales no reflejan la capacidad de generación económica de la empresa al no utilizar datos externos, ni ajustes.

Hipótesis principal:

El método de Valor Económico Agregado (EVA), se entiende como las utilidades netas en operación después de impuestos, menos el costo de capital empleado para generar esas utilidades, el EVA se incrementa si las utilidades netas en operación aumentan siempre y cuando no se haya involucrado capital adicional. Este método nos ayuda a calcular el valor económico que ha desarrollado la empresa, durante cierto periodo de tiempo.

De acuerdo a la comprobación de hipótesis principal se puede decir que el EVA es un buen método para saber si una empresa genera valor económico, al utilizar valores internos y externos.

En cuanto a las tres hipótesis secundarias se puede decir:

1.- Si el valor económico agregado (EVA) es positivo, significa que la compañía ha generado valor económico. Se acepta la hipótesis al reflejar incremento de valor por los años analizados.

2.- Si el valor económico agregado (EVA) es negativo, significa que la compañía no ha generado valor económico. Se acepta la hipótesis al no reflejar valores negativos por los años analizados.

3.- Existe una relación en los resultados del valor económico agregado (EVA) con los indicadores financieros tradicionales tales como: retorno sobre los activos (ROA) y retorno sobre el capital (ROE). Se rechaza la hipótesis al mostrar gran diferencia en los resultados obtenidos.

Para concluir se puede decir que existen gran cantidad de métodos de valuación uno de ellos es el EVA, este método nos puede ayudar a la toma de decisiones importantes, tomando en cuenta que la creación de valor beneficia tanto a lo trabajadores, como a los accionistas.

7.7 Resumen de comprobación de hipótesis.

Hipótesis principal	
El método de Valor Económico Agregado (EVA), se entiende como las utilidades netas en operación después de impuestos menos el costo de capital empleado para generar esas utilidades, el EVA se incrementa si las utilidades netas en operación aumentan siempre y cuando no se haya involucrado capital adicional. Este método nos ayuda a calcular el valor económico que ha desarrollado la empresa, durante cierto periodo de tiempo.	Se acepta
Hipótesis secundarias	
Si el EVA es positivo, significa que la compañía ha generado valor económico.	Se acepta
Si el EVA es negativo, significa que la compañía no ha generado valor económico.	Se acepta
Existe una relación en los resultados del EVA con los indicadores financieros tradicionales tales como: retorno sobre los activos (ROA) y retorno sobre el capital (ROE).	Se rechaza

GLOSARIO DE TÉRMINOS

β : Beta de la acción en su mercado.

b: Tipo de interés de endeudamiento de la empresa = intereses / pasivo con costo.

C: Costo de capital.

Cc: Costo de capital.

CAPM: Modelo de valuación de activos de capital (Capital Asset Pricing Model).

CCPP: Costo de capital promedio ponderado.

CETES: Certificados de tesorería de la federación.

EVA: Valor económico agregado.

FCF: Flujo de caja descontado.

FINCA: Fundación internacional para la asistencia comunitaria.

IPC: Índice de precios y cotizaciones.

Tir: Tasa libre de riesgo

Tm: Tasa de mercado

t : Gravamen marginal del impuesto federal.

r : rendimiento sobre el capital

ROA: Retorno sobre los activos (Return on Assets)

ROE: Retorno sobre el capital (Return on Equity)

UNODI: Utilidad neta operativa después de impuestos.

VAN: Valor actual neto.

GLOSARIO

Acciones: Título que representa la propiedad de su tenedor sobre una de las partes iguales en que se divide el capital social sociedad o empresa constituida como tal.

Activo: Cualquier bien tangible ó intangible de valor que posee una empresa.

Activo Financiero: Son los valores: oro, dinero y créditos contra terceros, así como el nombre genérico que se le da a las inversiones mobiliarias (acciones, obligaciones, bonos, etc.)

Activos Fijos: Propiedades, bienes o derechos que representan una inversión de capital.

Apalancamiento Financiero: Endeudamiento de la empresa.

1. Uso de préstamo de capital para aumentar el rendimiento de las inversiones.
2. Relación que guardan los pasivos exigibles de una empresa con su capital contable.
3. Condición de una operación que implica la utilización de recursos de terceros.

Aumento del valor para los accionistas: Es la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían el año anterior.

Beta (β): Indicador que mide el riesgo de la empresa con relación al del mercado.

Calificación: Es una clasificación para cualificar emisiones de deuda de las empresas en función del riesgo de las mismas. Las realizadas fundamentalmente dos agencias de *rating*: Moody's y Standard and Poor's. En el caso de Moody's la nomenclatura de mejor calidad a peor es Aaa, Aa, A1, A2, A3..., y para S&P es AAA, AA, A... También existe una clasificación para emisiones de acciones preferentes.

Capital: Es el patrimonio o aportación de una persona física o moral.

Costo de capital: Es la tasa de rendimiento mínima aceptable que demandan los accionistas por el uso del capital.

Costo de la deuda: El costo de la deuda representa el porcentaje de desembolso de efectivo ocasionado por el uso de financiamiento externo.

Costo de capital promedio ponderado (CCPP): Se define como el promedio ponderado del costo de los diferentes componentes de financiamiento utilizados en la compañía

Costo financiero: Está integrado por los gastos derivados de allegarse fondos de financiamiento por lo cual representa las erogaciones destinadas a cubrir en moneda nacional o extranjera, los intereses, comisiones y gastos que deriven de un contrato respectivo, donde se definen las condiciones específicas y los porcentajes pactados; se calculan sobre el monto del capital y deben ser cubiertos durante un cierto periodo de tiempo.

Creación de valor: Es el incremento en el valor de las acciones de una empresa por encima de la rentabilidad exigida.

Crédito: Contrato por el que se traspasa la propiedad de dinero, mercancías u otros bienes mediante una promesa de pago.

Estructura óptima de capital: Es aquella que simultáneamente maximiza el valor de la empresa y minimiza el costo promedio ponderado de los recursos (WACC) de la empresa. En el caso de que el costo de la deuda sea igual a la rentabilidad exigida a la misma, entonces la estructura de capital que hace mínimo al WACC, también maximiza la cotización de las acciones.

Valor Económico Agregado (EVA): En inglés Economic Value Added, es una marca registrada de Stern Stewart & CO. Representa el rendimiento operativo después de impuestos que genera la empresa en comparación con el rendimiento esperado por los accionistas.

Índice S&P 500: Índice bursátil formado por las cotizaciones de las 500 empresas más importantes que cotizan en la Bolsa de Nueva York y que representan más de las 3/4 partes de la capitalización bursátil de dicho mercado.

Índices Dow Jones: Son índices bursátiles de la Bolsa de Nueva York publicados por el Wall Street Journal. Son tres industrial, de transportes y de servicios, en función de los sectores de los valores que los componen.

Inflación: La tasa de crecimiento promedio de los precios de la canasta de bienes y servicios de un período a otro.

Margen de utilidad: El margen de utilidad neta, tiene una función muy especial ya que además de señalar las necesidades de controlar gastos de operación, indica de igual manera la capacidad que tiene la empresa para obtener ganancias después de cumplir con sus obligaciones de corto y largo plazo, así como la efectividad de la empresa al hacer uso de la palanca financiera.

El resultado que la razón de margen de utilidad neta como la capacidad que la empresa tiene para controlar sus gastos de operación, gastos por intereses e impuestos, costo de ventas, o los precios de sus productos.

Multiplicador de capital: También conocido como apalancamiento financiero, se da cuando la empresa recurre a deuda preferentemente que a capital común de accionistas para financiar su empresa.

Prima de riesgo: Es la rentabilidad adicional que los inversionistas esperan de las acciones por encima de la rentabilidad de la renta fija sin riesgo.

Precio: Es el efectivo que un comprador está dispuesto a pagar y se encuentra fijado por el mercado es decir, por la oferta y la demanda.

ROA: (Return on Assets) o Retorno sobre los activos: Mide el retorno obtenido por cada peso invertido en activos. Esto quiere decir el porcentaje que los inversionistas están obteniendo por su participación dentro de la empresa, la cual funge como una medida de eficiencia para apoyar a la gerencia en la correcta utilización de los recursos con los que la empresa.

ROE: (Return on Equity) o Retorno sobre el Capital: Se expresa en veces y mide el retorno obtenido por cada peso que los inversionistas o dueños del Capital han invertido en la empresa.

Rentabilidad: Se refiere a la capacidad de la entidad para generar utilidades o incremento en sus activos netos. Sirve al usuario general para medir la utilidad neta o cambios en los activos netos de la entidad, en relación a sus ingresos, su capital contable y sus propios activos.

Rentabilidad exigida a la deuda: Rentabilidad “razonable” que los acreedores deben exigir a una empresa para invertir sus fondos en renta fija, de acuerdo al riesgo de la empresa y a la magnitud de la deuda.

Rentabilidad exigida al riesgo: Es la rentabilidad adicional exigida a un valor por encima de la rentabilidad de la renta fija.

Rentabilidad para los accionistas: Es el aumento de valor para los accionistas en un año, dividido por la capitalización al inicio del año.

Rentabilidad exigida a las acciones: Es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. La rentabilidad exigida a las acciones depende de los tipos de interés de los bonos del estado a largo plazo y del riesgo de la empresa.

Riesgo de mercado: Es el que afecta al tenedor de cualquier tipo de valor, ante las fluctuaciones de precio ocasionadas por los movimientos del mercado.

Riesgo no sistemático: También llamado diversificable. Es el riesgo que puede eliminarse diversificando una cartera de valores. Tiene su origen en circunstancias o factores que afectan a una determinada empresa o sector.

Riesgo sistemático: También llamado no diversificable o de mercado. Es el riesgo propio del mercado, derivado de circunstancias del conjunto de la economía que afectan a todos los negocios, y no se elimina diversificando la cartera de valores de un inversionista.

Utilidad neta: Es el valor residual de los ingresos de una entidad lucrativa, después de haber disminuido sus costos y sus gastos relativos reconocidos en el estado de resultados, siempre que estos sean menores a dichos ingresos durante un periodo contable.

Valor: Es el que se determina mediante un análisis amplio y detallado de las características y particularidades cualitativas y cuantitativas del negocio.

Valor de mercado: Es el precio mas probable por el cual una propiedad puede ingresar en un mercado abierto y competitivo, bajo todas las condiciones requeridas para realizar una venta justa: tanto el comprador como vendedor actúan de manera prudente y racional, asumiendo que el precio no esta siendo afectado por ningún tipo de estímulo inapropiado. Implícitamente en esta definición se asume la consumación de la venta a una fecha determinada.

BIBLIOGRAFÍA

Adam Siade Juan Alberto, Análisis de los métodos de valuación de empresas y la relación de estos con la capacidad que las organizaciones tienen para generar valor económico: propuesta para reportar, en la información financiera, el valor de las organizaciones y su capacidad para generarlo, investigación doctoral, Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración, División de estudios de posgrado, México, 2005, 243 pp.

Altair-consultores, Estrategias y medición de la creación de valor para el accionista, España, 2002, 175 pp.

Brealey Richard A.y Stewart C. Myers, Principios de finanzas corporativas, cuarta edición Mc Graw Hill, México Pág. 225

Cristóbal del Río González, Cristóbal del Río Sánchez, Costos para administradores y dirigentes, segunda edición, Australia México International Thomson 2004.

Damodaran, Aswath, Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance, EEUU, John Wiley & Sons, 1994, 426 pp.

Instituto Mexicano de Contadores Públicos y ANFECA, Normas de Información Financiera (NIF), tercera reimpresión de la primera edición, México, IMCP, 2006, 832 pp.

Joel M. Stern, John S. Shiely con Irwin Ross, El reto del EVA ¿Cómo implantar y gestionar el cambio del valor añadido en una organización? Gestión 2000.com

José Alberto García Narváez, Mónica Gonzáles Hernández, Principios y técnicas de investigación, Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración, Sistema de Universidad Abierta, pp. 46-65.

“La problemática de la aplicación de los modelos CAPM y WACC, en mercados emergentes”, en Contaduría y Administración, N°.198, julio- septiembre de 2000, México, FCA-UNAM, pp. 5-10.

Manuel Díaz Mondragón, Invierta con éxito en la bolsa y otros mercados financieros, primera edición, editorial Gasca Sicco, México 2004

Mc Taggart, James M., Peter W. Kontes, y Michael C. Mankins, The value imperative: managing for superior shareholders, EEUU, The free press, 1994, 367 pp.

Mohammad Naghi Namakforoosh, Metodología de la investigación en administración, contaduría y economía, primera edición 1984, editorial Limusa, 530 pp.

Real academia española, Diccionario de la lengua española vigésimo segunda edición Madrid Espasa Calpe, 2001.

Saavedra García, María Luisa, La valuación de empresas. Enfoques teóricos y aplicación de los modelos de Black y Scholes, valor económico agregado, y flujo de efectivo disponible en México: 1991-2000, Tesis doctoral inédita, Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Contaduría y Administración, División de estudio de posgrado, México, 2002, 175 pp.

Pablo Fernández, Valuación de empresas ¿como medir y gestionar la creación de valor?, Tercera edición, Gestión 2000.com

Siu Villanueva, Carlos, Valuación de Empresas, Proceso y metodología, México, IMCP, 2001, 230pp

Stewart, III, G. Benett, En busca del valor, Gestión 2000.com

Solnik, Bruno, Inversiones internacionales, EEUU, Adisson-Wesley Iberoamericana 1991, 457 pp.

Uriarte Héctor M. coordinador, Valuación de empresas y creación de valor, México, UNAM, PricewaterhouseCoopers, IMEF, 2002.

Van Horne James, Administración financiera, novena edicion, Pentice Hall, México, 1993,

SITIOS DE INTERNET

<http://www.altair-consultores.com/>

http://www.amazon.com/Damodaran-Valuation-Security-Investment-Corporate/dp/0471304654#reader_0471304654

http://www.apartados.hacienda.gob.mx/sitios_de_interes/html/imagenes/banner

http://www.amazon.com/Value-Imperative-Managing-Superior-Shareholder/dp/0029206707/ref=sr_1_1?s=books&ie=UTF8&qid=1282927962&sr=1-1#reader_0029206707

<http://www.compartamos.com/wps/portal>

<http://www.cnbv.gob.mx/>

http://www.condusef.gob.mx/Revista/2004/53/instrumentos_53.htm

<http://www.cinu.org.mx/ong/nuevo/intro.htm>

<http://www.eluniversal.com.mx/tudinero/w1390.html>

<http://www.finsol.com.mx/>

<http://www.fitchmexico.com/>

<http://www.formaciongerencial.com>

<http://www.sat.gob.mx/>

<http://www.shcp.gob.mx/>

<http://www.prodesarrollo.org/>

<http://www.puentenet.com.ar/home/home.xhtml>