



Universidad Nacional Autónoma de México
Programa de Posgrado en Ciencias de la
Administración

**Modelos de valuación empresarial y decisiones de inversión:
Industria de alimentos del Estado de Yucatán.**

T e s i s

Que para optar por el grado de:

Doctor en Ciencias de la Administración

Presenta:

Mario René Chan Magaña

Comité Tutor

Tutor principal: **Dr. Jorge Celestino Cardiel Hurtado**
Facultad de Contaduría y Administración

Dra. Ruth Noemí Ojeda López
Facultad de Contaduría y Administración

Dr. Arturo Morales Castro
Facultad de Contaduría y Administración

México, D. F., junio de 2013



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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

En estas líneas quisiera expresar mi agradecimiento a todas aquellas personas e instituciones que de un modo u otro han contribuido a la culminación del presente trabajo de investigación.

En primer lugar vaya mi más sincero agradecimiento a los Profesores Doctores Jorge Celestino Cardiel Hurtado, Ruth Noemí Ojeda López y Arturo Morales Castro, directores de esta tesis doctoral, por sus valiosos consejos, y la confianza depositada, pues han sido ellos los que han guiado mis primeros pasos en la investigación.

Por otra parte, agradezco a los profesores Doctores Carlos Morales Troncoso y Juan Danilo Díaz Ruiz de la Universidad Nacional Autónoma de México, ya que sus comentarios y sugerencias permitieron mejorar el resultado del trabajo.

Asimismo, quisiera dar las gracias a las autoridades académicas de la Universidad Tecnológica Regional del Sur, Dr. Alejandro Rafael Ramírez Loria y LAE. Filiberto Alcocer Ochoa, rector y director de la carrera de contaduría respectivamente, por haberme dado la oportunidad de cumplir la meta propuesta.

También no puedo omitir mencionar todo el apoyo que recibí, durante mi desarrollo académico, por parte del Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT) ya que a través de su programa de becas para estudio de posgrado, pude concluir de manera exitosa este gran acontecimiento de mi vida profesional.

Y por supuesto, como no mencionar a mi querida familia, mi amada esposa Paty, mis adoradas hijas Jeniffer y Vianey, que me ofrecieron su amor, confianza y su apoyo incondicional en todo momento así como sus palabras de aliento. Finalmente externo mi admiración y respeto de manera muy especial a mi madre, porque sus oraciones han sido mi fortaleza todo este tiempo. Mamá, gracias por tu ejemplo de laboriosidad y constancia. Tú sabes que este logro es también tuyo, porque tú me encauzaste en este hermoso camino de la docencia e investigación.

Índice general.

Índice de tablas.	5
Índice gráficas.	7
Índice de figuras.	7
1. <i>Capítulo I. Marco contextual.</i>	15
1.1. <i>Estructura de mercado de la industria de alimentos. Las grandes empresas.</i>	15
1.2. <i>El sector de alimentos en México.</i>	19
1.3. <i>Análisis geográfico y económico del Estado de Yucatán.</i>	25
1.4 <i>Análisis de la industria alimentaria en Yucatán</i>	33
2. <i>Capítulo II. Marco Teórico.</i>	45
2.1. <i>Antecedentes de la Teoría del Valor.</i>	45
2.2. <i>Antecedentes históricos del valor.</i>	51
2.3. <i>Diferentes formas de valoración.</i>	54
2.4. <i>Inductores de Valor para la toma de decisiones de inversión empresarial.</i>	58
2.5. <i>Enfoques de valuación empresarial.</i>	66
2.6. <i>Modelos de valuación y toma de decisiones de inversión empresarial.</i>	74
2.6.1. <i>Flujo de Efectivo Disponible (FED).</i>	75
2.6.2. <i>Valor Económico Agregado (EVA).</i>	77
2.6.3. <i>Opciones reales.</i>	84
2.7. <i>Gestión basada en el Valor: Selección modelo de análisis de factores financieros.</i> 89	
2.8. <i>Intangibles y sus implicaciones.</i>	95
2.9. <i>Capital intelectual</i>	100
2.10. <i>Modelos de medición del capital intelectual:</i>	102
2.10.1. <i>Cuadro de Mando Integral (Kaplan y Norton, 1993).</i>	102
2.10.2. <i>Navegador de Skandia (Edvinson, 1997)</i>	105
2.10.3. <i>El modelo Technology Broker (Brooking, 1997).</i>	108
2.10.4. <i>Monitor de los Activos Intangibles (Sveiby, 1997).</i>	109
2.10.5. <i>Modelo Intellect: (Euroforum 1998).</i>	112
2.10.6. <i>Modelo de la Universidad Western Ontario (Bontis, 1998):</i>	116
2.10.7. <i>Modelo Intellectus (CIC, 2003).</i>	117

2.11.	Importancia de los aspectos no financieros para inversionistas institucionales de otros países y México.	119
2.11.1.	Estudios realizados por “Ernst and Young”:	119
2.11.2.	Estudios realizados por PriceWaterHouseCoopers.	122
2.11.3.	Estudio realizado por la Dra. Deyanira Bernal en México.....	127
2.12.	<i>Propuesta para la medición de los intangibles (factores no financieros):</i>	129
2.12.1.	<i>Variables del modelo propuesto.</i>	129
2.12.2.	<i>Descripción Integral del modelo de medición de factores financieros e intangibles para tomo de decisiones de inversión.</i>	131
3.	<i>Capítulo III. Metodología de la investigación.</i>	133
3.1.	<i>Hipótesis.</i>	133
3.2.	<i>Alcance de la investigación.</i>	135
3.3.	<i>Variable de investigación.</i>	136
3.4.	Conceptualización de las variables de investigación.....	137
3.5.	<i>Población y muestra.</i>	139
3.6.	<i>Diseño del cuestionario</i>	140
3.7.	<i>Validez y confiabilidad.</i>	144
3.8.	<i>Variables de control.</i>	145
3.9.	Limitantes de la investigación.	146
4.	<i>Capítulo IV. Resultados.</i>	148
4.1.	<i>Perfil de la empresa.</i>	148
4.2.	<i>Ventas.</i>	151
4.3.	<i>Utilidad de operación.</i>	156
4.4.	<i>Utilidad neta.</i>	161
4.5.	<i>Estructura financiera.</i>	166
4.6.	<i>Fuentes y costos de financiamiento.</i>	166
4.7.	<i>Costos fiscales.</i>	167
4.8.	<i>Inversiones directas.</i>	167
4.9.	<i>Factores no financieros.</i>	169
4.10.	<i>Apoyos gubernamentales.</i>	172

4.11. Administración de riesgos.....	173
4.12. Maximización del Valor de la Inversión (MVT).....	174
4.13. Análisis Factorial.....	174
4.14. Hipótesis de la investigación.....	177
4.14.1. Hipótesis 01.....	177
4.14.2. Hipótesis 02.....	178
4.14.3. Hipótesis 03.....	179
4.15. Identificación de los determinantes de inversión privada directa, considerados por empresarios del sector industrial de alimentos del Estado de Yucatán.....	180
Bibliografía.....	201
Anexos	

Índice de tablas.

<i>Tabla 1. Las mayores empresas de alimentos, según ventas en diferentes regiones en 2004 (Millones de dólares).....</i>	18
<i>Tabla 2 Grupos y grandes empresas: industria de alimentos y bebidas en México en 2005. ..</i>	19
<i>Tabla 3 Grupos con empresas en la industria alimentaria: Principales estrategias.....</i>	21
<i>Tabla 4 Variación de la población ocupada por sector de actividad</i>	29
<i>Tabla 5 Contribución al crecimiento económico de Yucatán por sectores de actividad. Ordenado de acuerdo a la variación porcentual ponderada de 2001.</i>	34
<i>Tabla 6 Empresas de la industria alimenticia en Yucatán, por giro:</i>	36
<i>Tabla 7 Empresas de alimentos y bebidas en Yucatán.....</i>	37
<i>Tabla 8. Antecedentes de la dirección empresarial sustentados en los siguientes enfoques.</i>	50
<i>Tabla 9 .Múltiplos de valuación de capital invertido y capital contable:</i>	68
<i>Tabla 10. Determinación de valor aplicando el enfoque de ingresos:</i>	70
<i>Tabla 11. Inductores de valor seleccionados para medir las relaciones con el comportamiento de las inversiones en el sector objeto de este estudio.....</i>	93
<i>Tabla 12. Modelo Monitor de los activos intangibles (Sveiby, 1997).....</i>	111
<i>Tabla 13. Dimensiones e indicadores de factores no financieros del estudio de “Ernst and Young”</i>	120
<i>Tabla 14. Indicadores financieros más importantes para Estados Unidos e Inglaterra</i>	122
<i>Tabla 15. Variables de control más utilizadas</i>	130
<i>Tabla 16. Variables de investigación dependientes (VP) e Independientes (VI)</i>	136
<i>Tabla 17. Concepto técnico de las variables de investigación.....</i>	137
<i>Tabla 18. Concentrado de reactivos incluidos en el instrumento de investigación aplicado correspondiente a los factores financieros de las variables independientes:</i>	142

<i>Tabla 19 Concentrado de reactivos incluidos en el instrumento de investigación aplicado correspondiente a los factores financieros de las variables dependientes:</i>	143
<i>Tabla 20. Concentrado de reactivos incluidos en el instrumento de investigación aplicado correspondiente a los factores no financieros de las variables dependientes.</i>	144
<i>Tabla 21 Perfil de los encuestados</i>	150
<i>Tabla 22. Comportamiento del volumen de las ventas del periodo 2008 – 2009</i>	151
<i>Tabla 23. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento a la alza de ventas vs factores causales (periodo 2008-2009)</i>	153
<i>Tabla 24. Comportamiento del volumen de las ventas del periodo 2009 – 2010</i>	154
<i>Tabla 25. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento a la alza de ventas vs factores causales (periodo 2009-2010)</i>	155
<i>Tabla 26. Comportamiento de la utilidad de operación del periodo 2008 – 2009</i>	157
<i>Tabla 27. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento a la alza de la utilidad de operación vs factores causales (periodo 2008-2009)</i>	158
<i>Tabla 28. Comportamiento de la utilidad de operación del periodo 2009 – 2010</i>	159
<i>Tabla 29. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento de la utilidad de operación vs factores causales (periodo 2009-2010)</i>	160
<i>Tabla 30. Comportamiento de la utilidad neta del periodo 2008 – 2009</i>	161
<i>Tabla 31. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento de la utilidad de neta vs factores causales (periodo 2008-2009)</i>	163
<i>Tabla 32. Comportamiento de la utilidad neta del periodo 2009 – 2010</i>	164
<i>Tabla 33. Prueba Chi cuadrada y coeficiente de Spearman del comportamiento de la utilidad de neta vs factores causales (periodo 2009-2010)</i>	165
<i>Tabla 34. Comportamiento de las inversiones directas del periodo 2008 – 2010</i>	167
<i>Tabla 35. Rango de porcentaje de ponderación que le asignan las empresas encuestadas a los factores NO financieros durante la toma de decisiones de inversión</i>	169
<i>Tabla 36. Grado de importancia que los inversionistas otorgan a los factores financieros ...</i>	170
<i>Tabla 37. Grado de importancia que los inversionistas otorgan a los factores NO financieros</i>	171
<i>Tabla 38 Resultados del Análisis Factorial</i>	176
<i>Tabla 39. Hipótesis 01: Tabla de contingencia de factores financieros vs No financieros vs, prueba chi cuadrada.</i>	177
<i>Tabla 40 Pruebas de chi-cuadrado de Pearson para la prueba Z de diferencia de proporciones</i>	178
<i>Tabla 41. Resultado de la aplicación de la Prueba de chi cuadrada en Hipótesis 02</i>	179
<i>Tabla 42 Resultado de la aplicación de la Prueba de chi cuadrada en Hipótesis 03</i>	180
<i>Tabla 43 Comportamiento de la inversión directa y Ventas</i>	181
<i>Tabla 44. Comportamiento de la inversión directa y la utilidad de operación</i>	182
<i>Tabla 45. Comportamiento de la inversión directa y la utilidad neta</i>	183
<i>Tabla 46. Comportamiento de la inversión directa y los costos de financiamiento</i>	184

<i>Tabla 47. Comportamiento de la inversión directa y los impuestos federales y estatales</i>	185
<i>Tabla 48. Comportamiento de la inversión directa y los apoyos gubernamentales</i>	186
<i>Tabla 49. Comportamiento de la inversión directa y la administración de riesgos</i>	187
<i>Tabla 50. Comportamiento de la inversión directa y la calidad del management</i>	188
<i>Tabla 51. Comportamiento de la inversión directa y el posicionamiento del mercado</i>	189
<i>Tabla 52. Comportamiento de la inversión directa y la cultura corporativa</i>	190
<i>Tabla 53. Comportamiento de la inversión directa y calidad percibida por los clientes</i>	191

Índice gráficas.

<i>Gráfica 1. Número de empresas exportadoras de alimentos procesados por estado.</i>	23
<i>Gráfica 2. Entidades federativas con mayor número de pymes en el país (I trimestre 2010).</i> ..	27
<i>Gráfica 3. Entidades federativas con menor tasa de desocupación (I trimestre del 2010)</i>	27
<i>Gráfica 4. Tendencia neta de empleo por principales ciudades</i>	28
<i>Gráfica 5. Producción de la industria manufacturera</i>	30
<i>Gráfica 6. Ventas al por menor en establecimientos comerciales</i>	31
<i>Gráfica 7. Unidades económicas vs Personal ocupado (1998-2003)</i>	32
<i>Gráfica 8. Contribución del subsector de alimentos y bebidas al PIB manufacturero de Yucatán.</i>	33
<i>Gráfica 9. PIB de la industria manufacturera, alimentos, bebidas y tabaco, PIB total y PIB de la industria (1997 – 2004).</i>	35
<i>Gráfica 10. Distribución de empleados en la industria de alimentos, bebidas y tabaco en Yucatán.</i>	38
<i>Gráfica 11. Empresas exportadoras del ramo alimenticio de Yucatán (distribución por tamaño de empresa y participación porcentual).</i>	41
<i>Gráfica 12. Participación en el PIB de la industria manufacturera yucateca en 2006.</i>	42

Índice de figuras.

<i>Figura 1. Proceso de la estimación del valor de realización de los activos</i>	56
<i>Figura 2. Elementos del valor intrínseco de una empresa</i>	75
<i>Figura 3. Análisis de la era del conocimiento</i>	95
<i>Figura 4. Cuadro de Mando Integral</i>	105
<i>Figura 5. Skandia Navigator</i>	107
<i>Figura 6. Modelo Technology Broker</i>	109
<i>Figura 7. Modelo Intellect Euroforum</i>	112
<i>Figura 8. Componentes del modelo Intellect</i>	114
<i>Figura 9. Elementos del capital humano del modelo Intellect.</i>	114
<i>Figura 10. Elementos del capital estructural del modelo Intellect</i>	115
<i>Figura 11. Elementos de capital relacional del modelo Intellect</i>	115
<i>Figura 12. Modelo Western Ontario</i>	116
<i>Figura 13. Modelo Intellectus (Euroforum, 1998)</i>	118

Figura 14. <i>Grado de satisfacción de los inversionistas institucionales con los actuales reportes financieros</i>	125
Figura 15. <i>Grado de importancia de factores financieros y no financieros en las decisiones de inversión de inversionistas institucionales extranjeros</i>	127
Figura 16. <i>Modelo de medición de factores financieros y No financieros para toma de decisiones de inversión</i>	131
Figura 17. <i>Etapas de vida de la industria de alimentos de Yucatán</i>	149
Figura 18. <i>Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de las ventas</i> ..	152
Figura 19. <i>Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de las ventas en el periodo 2008 - 2009</i>	154
Figura 20. <i>Número de empresas que si han realizado exportaciones de productos</i>	156
Figura 21. <i>Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de la utilidad de operación en el periodo 2008 - 2009</i>	157
Figura 22. <i>Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de la utilidad de operación en el periodo 2009 - 2010</i>	159
Figura 23. <i>Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de la utilidad neta en el periodo 2008 – 2009</i>	162
Figura 24. <i>Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de la utilidad neta en el periodo 2009 – 2010</i>	164
Figura 25. <i>Comportamiento de las inversiones directas en el periodo 2008 – 2010</i>	168
Figura 26. <i>Principal factor que repercutió en el comportamiento a la baja de las inversiones directas realizadas en el periodo 2008 – 2010</i>	168
Figura 27. <i>Empresas con apoyo para el fomento a la inversión en el periodo 2008-2010</i> ...	172
Figura 28. <i>Instituciones gubernamentales a través de las que se obtuvo apoyo en el periodo 2008-2010</i>	173

Introducción

Dada las circunstancias de entrar a economía globalizada y los retos que esta acarrea, las tácticas de política pública se han encauzado específicamente a engrandecer y desarrollar la competitividad del país, conducir responsablemente la marcha económica, garantizar el desarrollo incluyente, promover el desarrollo económico regional equilibrado y establecer condiciones para un desarrollo sustentable. Lo anterior con el objetivo de dar certeza económica y así dar confianza a los dueños del capital nacional y extranjero para invertir en empresas rentables que generen riqueza y empleos.

Según datos del 2008 por parte de la Secretaría de Desarrollo Industrial y Comercial (SEDEINCO) la industria de alimentos es uno de los sectores más prometedores en el mercado nacional en cuanto a su desarrollo. Las ramas alimenticias de mayor desarrollo en México son: frutas y legumbres, productos cárnicos, salsas, sopas y preparaciones alimenticias, tequilas y otros aguardientes, cerveza y artículos de confitería.

Según la Secretaria de Fomento Económico (SEFOE) la industria de alimentos, con vista a la globalización, es una de las más importantes en el Estado de Yucatán, debido a su gran impacto en la generación de empleos en áreas rurales y su gran potencial para satisfacer la enorme demanda de los Estados Unidos y el resto del mundo. Importantes y reconocidos productos son hechos en Yucatán, como salsas de chile habanero, concentrado de frutas y condimentos. Estos son significativos y tradicionales productos gourmet con presencia internacional que dan a éstos productos una calidad única en sabor y presentación.

Con el objeto de elevar la competitividad en esta actividad económica, se considera necesario desarrollar una estrategia financiera integradora simple para la oportuna y eficiente toma de decisiones de inversión privada directa por los directivos financieros. Es decir, es imperioso realizar un análisis de cómo están tomando las decisiones de inversión en un sector clave de la entidad Yucateca, el de alimentos; considerando los modelos de valuación empresarial utilizados en la toma de decisiones de adquisiciones, fusiones y alianzas en las organizaciones.

Por otra parte se ha constatado que los indicadores financieros comúnmente utilizados en las valorizaciones de empresas, tales como el flujo de caja, las utilidades, variaciones de precio / utilidad, siguen siendo medidas financieras importantes, pero que cuentan con un gran

defecto en esta nueva economía, este es, que las medidas financieras son solo reflejo de transacciones ya realizadas. Por lo que se plantea que el éxito en el manejo de una compañía se basa en la adecuada gestión de medidas, tanto financieras como no financieras (capital intelectual), por parte de los gerentes generales.

La tarea de los altos directivos financieros es tomar decisiones con base en factores financieros y de igual manera gestionar el capital intelectual de la empresa, desde su captación, codificación y diseminación hasta la adquisición de competencias relevantes para la toma de decisiones de inversión, labor difícil, especialmente por la dificultad que entraña la identificación, medición y evaluación de este tipo de capital; pues las herramientas de medidas tradicionales, específicamente las de la contabilidad financiera, no son aplicables a los intangibles.

Por lo anteriormente referido, se pretende como objetivo general identificar cuáles son los factores financieros y no financieros (intangibles) de valor sectorial alimentario en Yucatán considerados para la toma de decisiones de inversión empresarial por parte de los dueños y/o gerentes financieros de los negocios y así contar con información útil para posibles recomendaciones de instrumentación de la política pública estatal e impulsar las inversiones que generen competitividad en la industria de alimentos en Yucatán.

Las variables a considerarse para la determinación de los factores financieros, según los modelos de valuación empresarial son: el crecimiento del mercado, rentabilidad operativa y neta sobre capital invertido, estructura financiera, costos de financiamiento y costos fiscales; esta identificación de variables resultan ser una alternativa metodológica para determinar la relación entre el comportamiento de las inversiones del Sector Industrial de alimentos yucatecos y la maximización de valor de la inversión del accionista.

En el caso de las variables no financieras a considerarse se analizarán los diferentes modelos de valoración de activos intangibles (capital intelectual), entre los cuales se menciona principalmente el cuadro de Mando Integral (Kaplan y Norton, 1993), navegador de Skandia (Edvinsson, 1997), Canadian Imperial Bank (Saint-Onge, 1996), entre otros. De igual manera, se revisarán estudios realizados por Ernest and Young y PriceWaterHouseCooper. El periodo de estudios es de 2008 - 2010, debido a que la industria de alimentos del estado de Yucatán ha crecido de manera considerable en el periodo mencionado. La población se obtuvo del padrón de empresas a través del Directorio Estadístico Nacional de Unidades Económicas (DENUE),

el cual está conformado por 97 empresas, todas ellas fueron seleccionadas tomando en cuenta que su número de empleados es superior a 30 debido a que se requiere que exista un área especializada en el análisis e interpretación de los estados financieros.

El objetivo general del estudio será determinar los factores financieros y no financieros (capital intelectual) de valor empresarial que explican en mayor medida las decisiones de inversión en empresas industriales de alimentos en Yucatán. A continuación se mencionan los objetivos específicos planteados en el trabajo de estudio, con base en información del periodo 2008-2010:

1. Precisar el perfil de las empresas encuestadas.
2. Determinar el comportamiento de ventas es en las empresas objeto de estudio.
3. Determinar el comportamiento de las utilidades y las causas.
4. Conocer la estructura financiera y no financiera en las empresas citadas.
5. Conocer los factores que influyen en el comportamiento de las inversiones directas.
6. Identificar los factores financieros y no financieros de mayor importancia para los empresarios de la Industria de Alimentos en Yucatán.
7. Determinar el comportamiento de la inversión empresarial en el sector especificado.
8. Especificar el tipo de apoyos gubernamentales que han recibido las empresas del sector estudiado en los últimos tres años.
9. Averiguar los elementos de administración de riesgo en estas empresas.

En cuanto a las preguntas de investigación estructuradas de acuerdo a los objetivos específicos se mencionan las siguientes:

1. ¿Cuál es el perfil de las empresas objeto de estudio?
2. ¿Difiere el comportamiento de las ventas entre el periodo 2008-2009 y 2009-2010 en las empresas del sector de alimentos en Yucatán?
3. ¿Cuál ha sido el comportamiento de las utilidad neta en los periodos 2008-2009 y 2009-2010?
4. ¿Cuáles son las causas del comportamiento anterior?

5. ¿Cuáles son los tres factores financieros que han repercutido en el comportamiento de ventas, utilidad de operación y utilidad neta en los periodos 2008-2009 y 2009-2010?
6. ¿Cuál es el comportamiento de las inversiones directas y cuáles sus causas?
7. ¿Cuáles son los factores financieros y no financieros más importantes para evaluar una potencial decisión de inversión directa?
8. ¿Qué porcentaje de empresas ha recibido apoyos gubernamentales?
9. ¿De cuáles instituciones han recibido apoyos gubernamentales?
10. ¿Cuáles son los aspectos que consideran las empresas que contribuyen a la problemática interior de su empresa en cuanto a administración de riesgos?
11. ¿Qué controles de administración de riesgos tienen las empresas?

Las hipótesis de investigación que circunscriben la manera como toman decisiones gerenciales los empresarios de la industria de alimentos del estado de Yucatán son las siguientes.

Hipótesis central.

Los factores financieros (ventas, utilidad de operación, estructura financiera, costos de financiamiento y costos fiscales) y no financieros (calidad del management, posicionamiento del mercado, calidad de los productos y servicios, cultura corporativa) influyen de modo positivo (alza de las inversiones) en el comportamiento de las inversiones directas en empresas industriales de alimentos en Yucatán.

Hipótesis de investigación.

Hipótesis 01:

H0: Para Los inversionistas de la industria de alimentos del estado de Yucatán los factores financieros y los no financieros al momento de tomar decisiones de inversión son iguales.

H1: Para Los inversionistas de la industria de alimentos del estado de Yucatán los factores financieros y los no financieros al momento de tomar decisiones de inversión son diferentes.

Hipótesis 02:

H0. No existe una relación entre el comportamiento de la inversión empresarial en el sector de alimentos de Yucatán y la maximización del valor de la inversión.

H1. Existe una relación entre el comportamiento de la inversión empresarial en el sector de alimentos de Yucatán y la maximización del valor de la inversión.

Hipótesis 03:

H0. Los programas de apoyo gubernamentales están desvinculados de la maximización del valor de la inversión de los dueños o accionistas de las empresas del sector de la industria de alimentos en el Estado de Yucatán.

H1. Los programas de apoyo gubernamentales no están desvinculados de la maximización del valor de la inversión de los dueños o accionistas de las empresas del sector de la industria de alimentos en el Estado de Yucatán

El estudio es cuantitativo debido a que se analizaron datos estadísticos provenientes de los resultados de las encuestas.

El diseño de la investigación fue no experimental, puesto que no se manipularon las variables de estudio.

La población según el Directorio Estadístico Nacional de Unidades Económicas (DENUE 03/2011) es de 97 empresas en el ramo alimenticio, tomando como base que el número de empleados sea mayor a 30 empleados con el propósito de que exista un área especializada en analizar e interpretar la información financiera. Debido al número de empresas de la población total y a que se cuenta con todos los datos de cada una de ellas como son: razón social, dirección, teléfono, correo de persona de contacto, pagina web (en su caso), producto que elabora y contacto, se realizó la aplicación del instrumento de manera personal.

El instrumento de medición es un cuestionario, de elaboración propia (con base en Bernal 2009 y Valenzuela 2003), cuyas escalas de medición serán variadas dependiendo del constructo que se esté evaluando, pudiendo ser: nominal, ordinal, de intervalo o de razón.

Una vez obtenido, validado y confiabilizado el instrumento se aplicó directamente a los dueños, directores, gerentes o contralores encargados de tomar decisiones de inversión en las empresas industriales de alimentos del estado, preferentemente de manera personal, con el objeto de darles a conocer el propósito de la presente investigación y consultarles sobre la disponibilidad para completar el cuestionario a remitir.

Posteriormente se procedió al análisis (inferir) de las respuestas obtenidas a través de datos estadísticos obtenidos del sistema SPSS versión 17 para Windows.

Las hipótesis de investigación para aceptar o rechazar la hipótesis fueron trabajadas con métodos estadísticos.

CAPÍTULO I:
MARCO
CONTEXTUAL

1. Capítulo I. Marco contextual.

En este capítulo se analizan las características generales del objeto de estudio de esta investigación: Se estudia a las grandes empresas que forman parte de la industria alimentaria mundial, asimismo se describe la situación actual del sector alimentario en México y por último se explora el entorno económico y geográfico de Yucatán así como el análisis de su industria alimentaria.

La industria alimentaria tiene como finalidad buscar la satisfacción del consumo en alimentos del mercado, el cual es muy dinámico; debido a ello, se requiere que esta industria sea altamente competitiva, que realice inversiones en tecnología, innovación, desarrollo organizacional y de nuevos productos.

1.1. Estructura de mercado de la industria de alimentos. Las grandes empresas.

Chauvet y González (2001), menciona que el sistema agroalimentario mundial ha cambiado radicalmente ya que las empresas no operan aisladas. Estos mismos autores señalan que los que encabezan la competencia en la producción y distribución de alimentos son los complejos agroindustriales que integran compañías semilleras, agrobiotecnológicas, agroquímicas, agroindustriales y alimentarias, y que tienen la capacidad para colocar sus productos y servicios en diferentes partes del planeta por lo que los pequeños productores independientes van perdiendo importancia en este modelo en el cual las más grandes empresas van ganando cada vez más porciones del mercado.

De igual manera, señalan que a diferencia de la empresa que busca integrar un conjunto de actividades a su interior, la nueva organización industrial en la actividad agroalimentaria lleva a cabo una "integración vertical externa" centrada en formar complejos agroindustriales por medio de la operación vertical de empresas productoras de semillas, biotecnológicas, agroquímicos, agroindustriales y alimentarias. Estos grandes consorcios resultan del establecimiento de alianzas estratégicas, propiedades conjuntas, capital de riesgo y fusiones. El resultado es una mayor concentración económica.

López, Solleiro, Del Valle (citados por Rendón y Morales, 2008, p. 92), aluden que esto no es reciente ya que desde la década de 1960 con la intención de obtener ganancias más altas y asegurarse el control de las materias primas agropecuarias, las firmas trasnacionales extendieron su intervención a nuevos mercados, sobre todo en países de América Latina, abarcando varios eslabones de la cadena agroalimentaria; esto propició la organización de un sistema trasnacional, cada vez más amplio de producción, procesamiento y distribución de alimentos y otros productos, sobre la base de las materias primas agropecuarias. En esa organización han participado las empresas nacionales (estatales y privadas) de carácter oligopólico, las instituciones financieras y agentes políticos e institucionales.

En el mismo estudio argumentan que la industria alimentaria ha tendido a integrar verticalmente todas las fases del ciclo agroindustrial lo que significa que el proceso, en todas sus fases y su planificación, depende de una autoridad —orientada hacia el mercado con criterio industrial— que lleva a cabo una política adecuada a la demanda del mercado. Estos eslabonamientos, hacia atrás y hacia delante, han cobrado mayor importancia ante el incremento de la competencia en mercados globalizados; por tanto, no es sólo el aumento de las ganancias lo que guía la integración vertical a nivel de cadena productiva, lo es también el logro de la permanencia y el crecimiento en un entorno en donde la competencia se ha agudizado.

En la cadena productiva, las empresas que se encuentran en la producción de alimentos han puesto en práctica estrategias entre las que destacan la diversificación y el mejoramiento de sus líneas de productos y, la diversificación de mercados geográficos —en muchos casos mediante la adquisición de empresas en el país o región de interés. Esas grandes empresas, han buscado obtener ventajas de la comercialización de marcas bien conocidas y con prestigio internacional, la aplicación de economías de escala (en la producción, comercialización, gestión y distribución), su capacidad en la investigación y desarrollo y el empleo de sistemas eficaces de distribución global (CEPAL, 2005).

Las más grandes empresas de la industria alimentaria en el mundo se encuentran mencionadas en la tabla 1. Según Rendón y Morales (2008) estas empresas se localizan en distintas regiones, algunas se encuentran prácticamente en todo el mundo como Nestlé, Grupo Danone, Unilever, Kraft y Pepsi Cola. Se encuentran en alguna de las fases de la cadena productiva, por ejemplo, Cargill produce, procesa y distribuye productos agrícolas; ADM

procesa trigo y semillas oleaginosas (soya, cacahuate, canola, semillas de girasol, algodón, linaza, y palma). Estas grandes corporaciones han llegado a economías en desarrollo mediante asociaciones y/o adquisiciones de empresas que se encuentran con porciones importantes de mercado, bien posicionadas o que cuentan con marcas de prestigio. En resumen, las empresas en la industria alimentaria operan en mercados muy competidos; forman parte o están integradas en redes en las que participan grandes corporaciones dentro de la cadena agroalimentaria; llevan a cabo estrategias que buscan su posicionamiento y acaparamiento de los mercados geográficos de, prácticamente, todo el mundo. La innovación de productos es imprescindible en esta industria por lo que el desarrollo tecnológico y la investigación son factores fundamentales para la permanencia, estas acciones requieren de recursos económicos, por lo que las vinculaciones con diversas organizaciones son importantes.

Tabla 1. Las mayores empresas de alimentos, según ventas en diferentes regiones en 2004 (Millones de dólares)

Lugar	Empresa	País de origen	Actividad	Venta	R E G I O N E S				
					AN	ALC	EU	AS	OT
1	Nestlé	Suiza	Diversificada	69,826	x	x	x	x	x
2	Unilever	Reino Unido	Diversificada	49,961	x	x	x	x	x
3	Archer D. Midland	Estados Unidos	Productos agrícolas	36,151	x	x	x	x	
4	Kraft Foods Inc	Estados Unidos	Productos alimenticios/ bebidas sin alcohol	32,168	x	x	x	x	x
5	Pepsi Co	Estados Unidos	Refacciones y bebidas sin alcohol	29,261	x	x	x	x	x
6	Tyson Food Inc	Estados Unidos	Carnes procesadas	26,441	x	x	x	x	
7	Bunge	Estados Unidos	Productos agrícolas	25,168	x	x	x	x	
8	Sara Lee Corporation	Estados Unidos	Carnes procesadas y productos de panadería	19,566	x		x		
9	Conagra Foods	Estados Unidos	Diversificada	18,179	x				
10	Grupo Danone	Francia	Prod. lácteos	17,040	x	x	x	x	x

AN: América del norte, ALC: América latina y el Caribe, EU: Europa, AS: Asia, OT: Otras

Fuente: Elaboración propia con información de la revista Expansión, periódicos el Financiero, El economista, páginas electrónicas de los grupos.

1.2. El sector de alimentos en México.

Las más grandes empresas de capital privado nacional en la industria alimentaria en México forman parte de grupos económicos y en muchos casos son líderes en la actividad que realizan; es el caso de Bimbo y Gruma. Su tamaño y liderazgo no las exentan de problemas, el mercado global en el que se inserta México las expone a competidores de clase mundial, y esto se agudiza o disminuye de acuerdo al tipo de productos en los que se enfocan; por ejemplo Grupo Herdez, que se encuentra en conservas enfrenta una fuerte competencia.

En la tabla 2 se pueden enumerar los grupos y grandes empresas del sector de la industria de alimentos y bebidas de México:

Tabla 2 Grupos y grandes empresas: industria de alimentos y bebidas en México en 2005.

Alimentos	País	Ventas	Partic. ventas segmento %
Grupo Bimbo	México	56,102.20	36.40
Grupo Maseca	México	26,686.60	17.30
Grupo Sigma	México	17,867.70	11.60
Industrias Bachoco	México	14,437.40	9.40
SuKarne	México	6,414.90	4.20
Grupo Herdez	México	5,705.60	3.70
Pilgrim's Pride	Estados Unidos	4,661.60	3.00
Desc de alimentos	México	4,567.10	3.00
Grupo La Moderna	México	3,676.10	2.40
Grupo Bafar	México	3,407.60	2.20
Qualtia alimentos	México	3,170.00	2.10
Molinera de México	México	2,268.30	1.50
Grupo Minsa	México	2,214.20	1.40
Prov. Alimentos, Nutrisa, Globo	México	2,818.20	1.90
Total		153,997.50	100

<u>Alimentos Lácteos</u>			
Grupo industrial Lala	México	24,040.00	64.90
Ganaderos productores de leche pura	México	8,710.00	23.50
Liconsa	México	4,274.00	11.50
Total		37,024.00	100
<u>Bebidas Alcohólicas</u>			
Grupo Modelo	México	49,550.50	60.70
FEMSA – Cerveza	México	27,573.00	33.80
Casa Cuervo	México	4,568.00	5.60
Total		81,691.50	100
<u>Bebidas no alcohólicas</u>			
Coca Cola de México	Estados Unidos	86,460.00	37.40
COF Coca – Cola FEMSA	México	50,198.00	21.70
Pepsico de México	Estados Unidos	33,735.50	14.60
Arca	México	14,647.00	6.30
Pepsi Bottling Group México	Estados Unidos	12,829.30	5.50
Grupo continental	México	10,623.80	4.60
Grupo embotelladoras unidas	México	6,304.3	2.70
Panamco México	México	4,872.70	2.10
Jugos del valle	México	4,767.50	2.10
Big Cola	Perú	3,960.50	1.70
Embotelladora Bret	México	2,170.00	0.90
Diageo	Estados Unidos	870.00	0.00
Total		231,438.60	100

Fuente: Elaboración propia con información de Expansión, junio-julio, 2006.

Una investigación de Rendón y Morales (2008) sobre grupos de capital privado nacional que cuentan con actividades relacionadas con la Industria alimentaria y de bebidas permitió ubicar las siguientes estrategias empresariales que se describen en la tabla 3:

Tabla 3 Grupos con empresas en la industria alimentaria: Principales estrategias

Lugar	Grupo	Empresa	Actividad principal	E S T R A T E G I A S				
				IV	DES	ALZ	ADQ	MG
1	Alfa	Sigma	Alimentos refrigerados				x	x
2	Bimbo		Panadería y botanas	x	x	x	x	x
3	Femsa	FEMSA-Cerveza Coca-Cola FEMSA	Cerveza-Bebidas no alcohólicas, diversas	x		x	x	x
4	Gruma	Gimsa	Harina de maíz, tortillas	x	x	x	x	x
5	Herdez	Herdez	Alimentos y bebidas			x	x	x
6	Savia	Seminies, agromod	agrobiotecnología		x	x		x

IV: Integración vertical, DES: Desinversiones, ALZ: Alianzas, ASQ: Adquisiciones de empresas o negocios, MG: Llegada a otros mercados geográficos.

Fuente: Elaboración propia con información de la revista Expansión, periódicos el Financiero, El economista, páginas electrónicas de los grupos.

La estrategia más utilizada es la captación de otros mercados geográficos, acción que puede lograrse mediante la llegada directa –con alianzas y las adquisiciones o bien, por la exportación de productos; esta última ha sido empleada por empresas en la industria cervecera. Las menos empleadas fueron la integración vertical y las desinversiones.

En las estrategias que los grupos han llevado a cabo influyen factores diversos como el mercado y la industria en la que se ubican, la trayectoria de crecimiento y las problemáticas que enfrentan. Algunas de estas últimas son las siguientes:

- Deterioro de las capacidades adquisitivas de la población como resultado del cambio de modelo económico.

- Agudización de la competencia en el mercado interno por el punto anterior y por la apertura de la economía.
- Presencia de fuertes competidoras foráneas con gran capacidad financiera y experiencia en el ámbito global.

Por otra parte, según un estudio conjunto realizado por la Secretaría de Economía, Secretaría de Relaciones Exteriores y Proméxico (2010), en México, las actividades económicas vinculadas a la industria de los alimentos se consideran dentro del grupo de actividades productivas de manufactura. El sector se compone de las actividades productivas de la industria de alimentos, de bebidas y tabaco. Durante 2008, el volumen de producción de la industria de alimentos creció 2.4% con respecto a 2007, mientras que la de bebidas y tabaco registró una expansión de 3.2%.

El porcentaje que la industria de alimentos, bebidas y tabaco contribuye al PIB representa alrededor de 5% de la producción total de la economía y el 26% de la producción manufacturera nacional.

En términos de valor, los productos más importantes son productos de harina de trigo, carne de pollo en canal, leche pasteurizada y productos de harina de maíz.

En términos de captación de Inversión Extranjera Directa (IED), el sector de alimentos, bebidas y tabaco es el segundo más relevante dentro de la industria manufacturera. Entre 1999 y el tercer trimestre de 2008, la IED acumulada en estas industrias alcanzó 18.9 mil millones de dólares. Este total es equivalente a 8.3% de la IED total captada por México en ese periodo y a 19% de la IED dirigida al sector manufacturero.

Al tercer trimestre de 2009 se tienen registradas 943 empresas extranjeras en el sector. La mayor parte de los flujos de IED se ha destinado a la rama de productos alimenticios para consumo humano y a la industria de bebidas.

Por su parte, en 2008, las exportaciones de alimentos procesados, bebidas y tabaco sumaron 8.5 mil millones de dólares, con un incremento anual de 15% respecto al 2007.

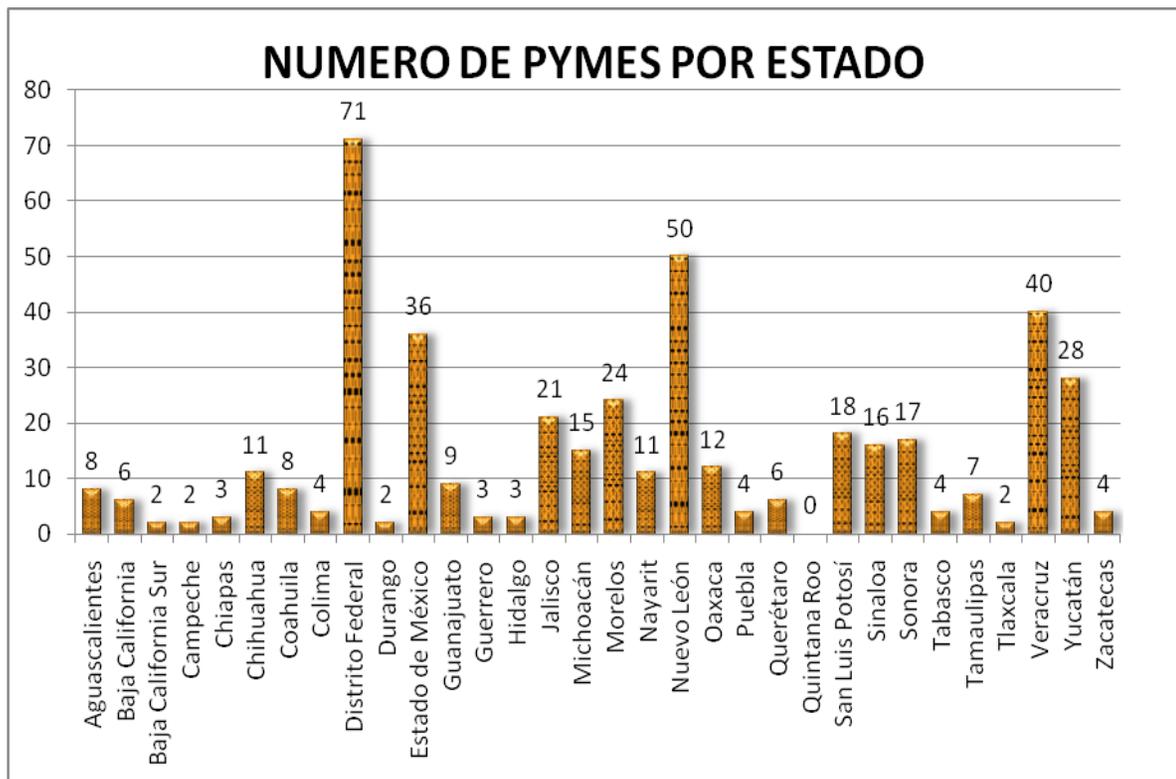
Según datos del 2006 de la Secretaría de Desarrollo Industrial y Comercial (SEDEINCO), la industria de alimentos es uno de los sectores más prometedores en el mercado nacional en cuanto a su desarrollo. Las ramas alimenticias de mayor desarrollo en México son:

- Frutas y legumbres
- Productos cárnicos

- Salsas, sopas y preparaciones alimenticias
- Tequilas y otros aguardientes
- Cerveza
- Artículos de confitería

De acuerdo con datos tomados del Banco de Comercio Exterior (Bancomext) en 2006 las empresas exportadoras de alimentos procesados de México eran de 447. En la gráfica 1 aparece el número de empresas exportadoras de alimentos procesados en México:

Gráfica 1. Número de empresas exportadoras de alimentos procesados por estado.



Fuente: Bancomext

Esquivel (2006) menciona que la industria de alimentos, bebidas y tabaco en México, produce anualmente alrededor de 575,000 millones, con un consumo intermedio de alrededor de 400,000 millones, una inversión bruta total de 20,000 millones y un valor agregado de 200,000 millones. Este sector ha tenido un crecimiento sostenido en los últimos años de alrededor de 2.6% anual, en términos reales.

De acuerdo con las estadísticas publicadas por el INEGI (Instituto Nacional de Estadística y Geografía), mencionado por Esquivel (2006), en los censos económicos del 2004, la industria alimentaria produce (a precios del 2004) poco más de 400,000 millones de pesos y un valor agregado de 122,000 millones de pesos; en tanto que la industria de bebidas y tabaco produce 170,000 millones con un valor agregado de más de 72,000 millones de pesos. De igual manera, Esquivel (2006) comenta que en México la industria alimentaria se encuentra muy concentrada, ya que sólo el Distrito Federal y el Estado de México acumulan 26% del valor de la producción. Si se agregan los estados de Jalisco, Veracruz y Nuevo León, el valor acumulado llega al 32%. Otros estados con participación menor son Guadalajara, Puebla, Durango, Sonora, Querétaro, San Luis Potosí, Sinaloa y Baja California; estos concentran 28% del valor de la producción. Por lo que 13 estados concentran 80% del valor de la producción alimentaria.

Finalmente, en 2010 se menciona por parte de la Food Technology Summit que la competitividad es la palabra que podría resumir el estado de la industria de alimentos y bebidas en México. Las cifras lo reflejan: el sector generó un valor agregado superior a 640 mil millones de pesos y, para 2011, se espera que presente un crecimiento superior al 2.5% respecto al año anterior.

La industria de alimentos y bebidas mexicana se muestra más sofisticada y con una alta calidad de productos, tendientes a ser saludables y nutrimentalmente buenos, que ya se encuentran en zonas de mayor competencia, como Europa.

El reconocido estatus sanitario de México a nivel mundial y el dinamismo en las cadenas productivas de agroalimentos colocan al país como una de las naciones con potencial para la apertura de nuevos mercados dentro y fuera.

En 2010, el grupo de alimentos más grande del mundo, invirtió \$390 millones de dólares para elevar la capacidad productiva de su planta de Toluca. Según Nestlé, esta inversión creó la planta procesadora de café soluble más grande del mundo.

Según datos de la Secretaría de Economía, México es el país líder en la exportación de ciertos productos alimenticios, lo que le ha permitido posicionarse a nivel mundial en la industria.

México es el país más competitivo del mundo en términos de costos de manufactura, los cuales son alrededor de un 25% más bajos que los de Estados Unidos y menores que los de los países BRIC's.

México es el mejor país de América Latina para hacer negocios, y el número 35 a nivel mundial. Es una de las economías más abiertas del mundo, ya que su comercio internacional (599,000 md) es equivalente al 58% del PIB y representa más del 40% del comercio total de América Latina.

México es el 8º país más atractivo para los inversionistas extranjeros a nivel mundial.

En la última década la tasa de crecimiento promedio anual de egresados de ingeniería en México fue de 7%, lo cual la ubica por encima de la tasa de crecimiento poblacional. En 2010, el número de egresados de ingeniería en el país fue de aproximadamente 114,000.

1.3. Análisis geográfico y económico del Estado de Yucatán.

Según, datos obtenidos el 13 de noviembre del 2010 de la Secretaría de Fomento Económico (SEFOE), Yucatán es uno de los estados del país con mejor ubicación geográfica y mayor facilidad de acceso, su posición geográfica es privilegiada, los costos de transportación de Yucatán a EE.UU se reducen en 20%, al compararlos con los del centro de México o desde América Central hacia destinos semejantes. La distancia a las ciudades más importantes de Florida, Texas, Louisiana, Alabama y Mississippi es de entre 90 y 120 minutos de vuelo desde el Aeropuerto Internacional de Mérida. La Península de Yucatán también es puente de enlace con las islas del Caribe y los países centroamericanos, sobre todo gracias al puerto de altura de Progreso.

Constituye una plataforma natural en medio de importantes rutas comerciales y turísticas y se sitúa a pocas horas por barco, carretera o avión de distintos países como Estados Unidos, Venezuela, Cuba, Canadá, Colombia o Costa Rica.

Mérida, la capital del estado, es el centro industrial de México más cercano a la Costa Este de Estados Unidos, asimismo, es el centro de negocios, financiero, de tecnología, de servicios médicos y educativos más desarrollado del sureste.

Aunado a lo anterior, Yucatán cuenta con la importante ventaja de su cercanía con Cancún y la Riviera Maya lo que abre una excelente oportunidad para las empresas que se instalan en Yucatán, quienes pueden llegar a ser proveedores de hoteles, restaurantes, tiendas y centros comerciales de la zona, aprovechando además que los costos de instalación y operación en Yucatán son menores a los de las regiones altamente turísticas.

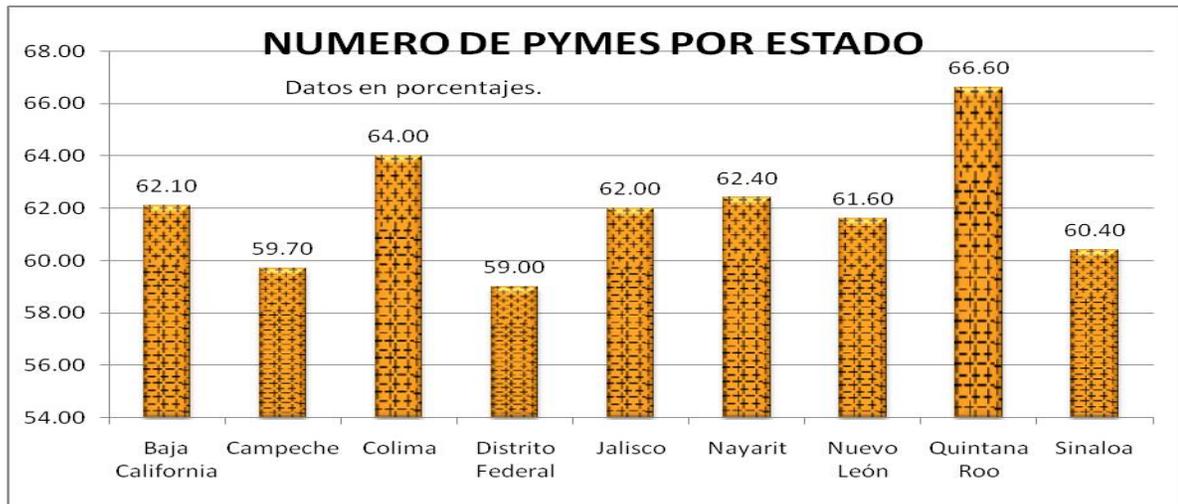
Según el censo económico 2004 del INEGI, Yucatán tiene una superficie de 43,380 km², la cual representa el 2.0% de la superficie del país. Yucatán colinda al norte con el Golfo de México; al este con Quintana Roo; al sur con Quintana Roo y Campeche; al oeste con Campeche y el Golfo de México.

Según el reporte económico de la SEFOE “Yucatán en cifras” del segundo trimestre del 2010, menciona que de acuerdo con datos del INEGI, al primer trimestre del año referido, la población económicamente activa (PEA) del estado ascendía a 926 mil 718 personas, de las cuales 899 mil 395 estaban ocupadas (60.4% hombres y 39.6% mujeres). Con respecto al primer trimestre de 2009, esto representó un aumento de la población ocupada en 42 mil 390 personas y en comparación con el tercer trimestre de 2007, un aumento en 76 mil 733, cumpliéndose de esta forma, con casi el 80% de los empleos comprometidos por la C. Gobernadora al iniciar esta administración.

Yucatán se encuentra entre los estados con mayor participación de la población en el mercado laboral, ubicándose al primer trimestre del año como la tercera entidad con mayor tasa de participación, con 63.3% de la población en edad de trabajar (Gráfica 1). Asimismo, durante el periodo de referencia Yucatán se posicionó como la sexta entidad con mayor incremento de la población ocupada.

En la gráfica 2 podemos observar, según información del primer trimestre del 2010, los estados con mayor número de pequeñas y medianas empresas (PYMES) a nivel nacional y dentro de los cuales el estado de Yucatán aún no refleja un porcentaje de representación.

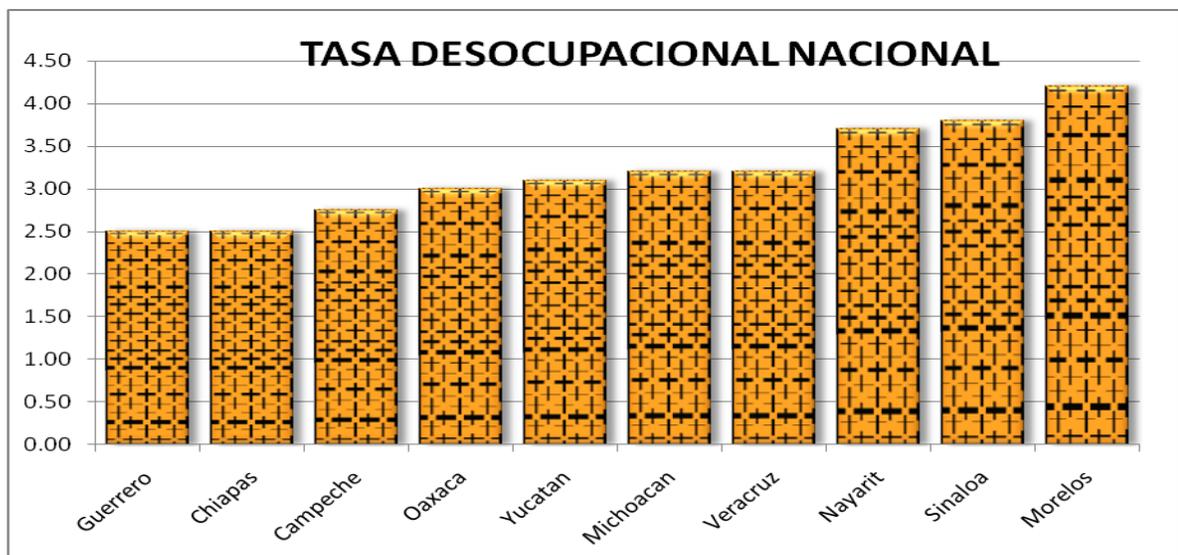
Gráfica 2. Entidades federativas con mayor número de pymes en el país (I trimestre 2010).



Fuente: Secretaria de Fomento Económico referenciado con datos del INEGI. Encuesta nacional de ocupación y empleo.

En la gráfica 3 se observa que durante el primer trimestre de 2010, Yucatán se posicionó como la quinta entidad con menor tasa de desocupación, con 2.95% de la PEA, tasa por debajo de la tasa de desocupación nacional, la cual durante el periodo de referencia fue de 5.33%.

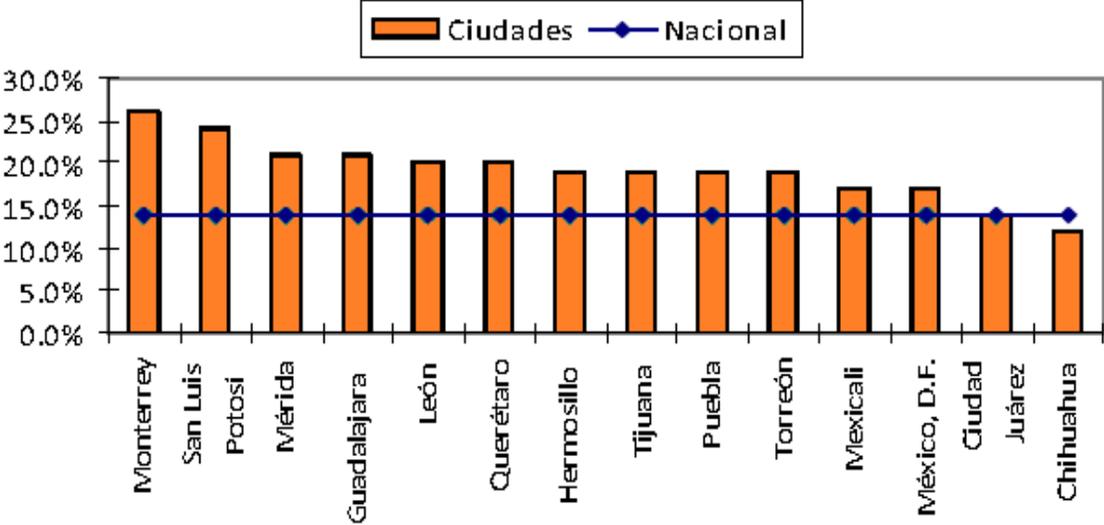
Gráfica 3. Entidades federativas con menor tasa de desocupación (I trimestre del 2010)



Fuente: Secretaria de Fomento Económico referenciado con datos del INEGI.
Encuesta nacional de ocupación y empleo

Por otra parte, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Expectativas de Empleo que publica la empresa consultora Manpower, para el tercer trimestre de 2010 los empresarios yucatecos reportaron expectativas de contratación por encima promedio nacional. En la gráfica 4 se observa, de manera particular, que la capital del estado se ubicó junto con la ciudad de Guadalajara, como la tercera ciudad del país con mayores expectativas de contratación, al presentar una tendencia neta de empleo de +21%.

Gráfica 4. Tendencia neta de empleo por principales ciudades



Fuente: Secretaría de Fomento Económico referenciado con datos de Manpower. Encuesta de expectativas del empleo

En la tabla 4 se observa que durante el primer trimestre del año, los servicios, el comercio y la industria manufacturera, fueron las actividades que impulsaron el crecimiento de la población ocupada, mientras que la industria extractiva y de electricidad, la construcción y el sector primario, registraron una disminución en su ocupación.

Tabla 4 Variación de la población ocupada por sector de actividad

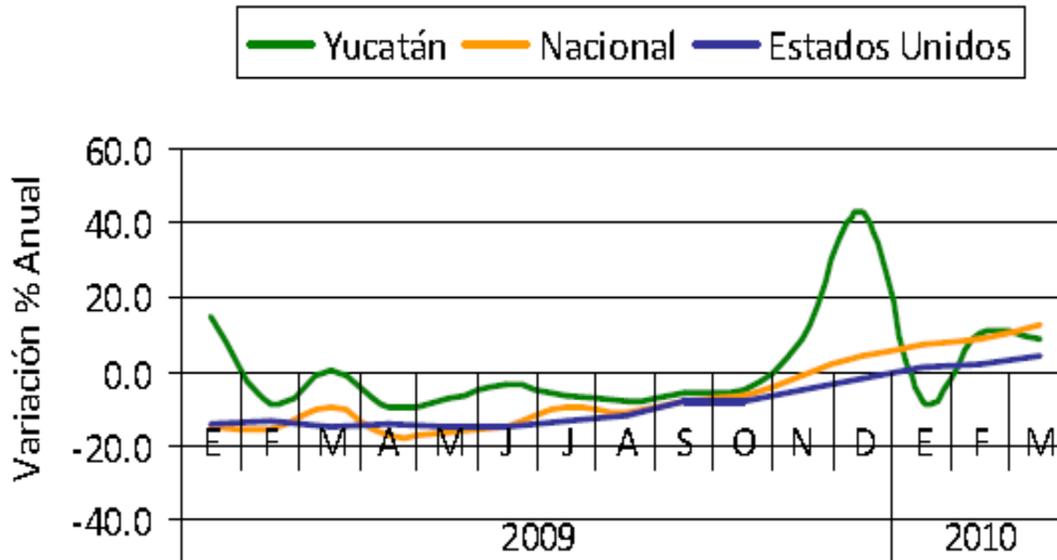
Sector/Rama de Actividad Económica	Variación
Primario	-2,734
Agricultura, Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca	-2,734
Secundario	-1,624
Industria Extractiva y de Electricidad	-1,950
Industria Manufacturera	3,237
Construcción.	-2,911
Terciario	45,165
Comercio	3,540
Restaurantes y Servicios de Alojamiento	13,646
Transportes, Comunicación, Correo y Almacenamiento	7,608
Servicios Profesionales, Financieros y Corporativos	7,202
Servicios Sociales	3,782
Servicios Diversos	10,585
Gobierno y Organismos Internacionales	-1,194
No especificado	1,579
Población Ocupada Total	42,390

Fuente: Secretaría de Fomento Económico referenciado con datos del INEGI. Encuesta Nacional de ocupación y empleo

Respecto a los ingresos percibidos por los trabajadores, se tiene que al primer trimestre de 2010, el 9.1% de la población ocupada no recibía ingresos, el 21.1% de la población percibía hasta un salario mínimo; 28.2% más de 1 y hasta 2; 18.8% más de 2 y hasta 3; 13.2% más de 3 y hasta 5; y 7.6% más de 5 salarios (El restante 2.0% se refiere al grupo no especificado).

Desde mediados de 2009 la industria manufacturera ha mostrado una tendencia ascendente, señal de una clara recuperación. Aunque en el Estado de Yucatán la industria manufacturera registró una abrupta caída en enero, su desempeño se ha estabilizado, mostrando una tasa de crecimiento anual de 9% en el mes de marzo, mientras que el indicador nacional creció durante el mes de referencia a una tasa anual de 13.1%, tal como se aprecia en la Gráfica 5.

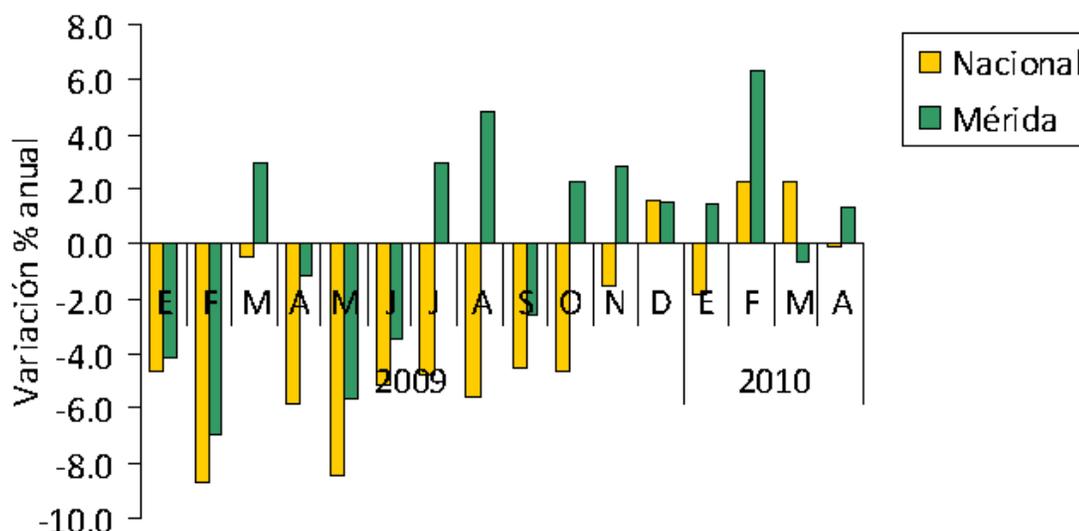
Gráfica 5. Producción de la industria manufacturera



Fuente: Secretaría de Fomento Económico con datos del INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México y de la Reserva Federal de Estados Unidos.

En la gráfica 6 se observa que durante el mes de abril del 2010 las ventas de los establecimientos comerciales al por menor de la Ciudad de Mérida registraron un crecimiento de 1.3% en comparación con el mismo mes de 2009, mientras que el indicador nacional se contrajo 0.08% en el mismo periodo. Por su parte, los establecimientos comerciales al por mayor reportaron para Yucatán ventas 0.17% menores a las observadas el mes de abril de 2009, mientras que las ventas en el ámbito nacional registraron un aumento de 9.8%.

Gráfica 6. Ventas al por menor en establecimientos comerciales



Fuente: Secretaría de Fomento Económico con datos del INEGI. Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales

Por lo que se refiere al comercio exterior, las ventas de productos yucatecos al exterior realizadas a través del Aeropuerto de Mérida, empiezan a repuntar, aunque el movimiento de carga del Puerto de Progreso aún muestra un débil desempeño, reportando un comportamiento negativo para los primeros cinco meses de 2010, periodo en el cual se movilizaron 11,291 contenedores de exportación y 11,281 contenedores de importación por Puerto Progreso, lo que significó variaciones respectivas de (-)10.3% y de (-)7.6% en comparación con igual periodo de 2009.

Respecto a la carga movilizada a través del aeropuerto de Mérida, se tiene que durante el primer trimestre de 2010 las exportaciones sumaron 1,580 toneladas, mientras que las importaciones alcanzaron un volumen por 575 toneladas, lo cual significó un aumento de 8% en las exportaciones y de 30.6% en las importaciones, en comparación con lo registrado en 2009.

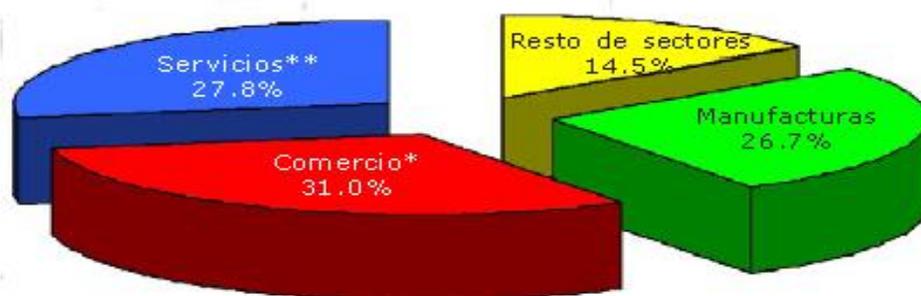
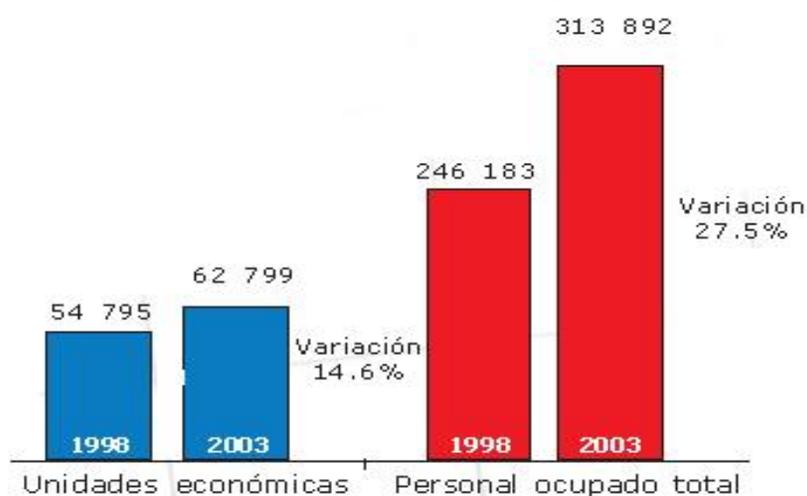
De acuerdo con los resultados de los Censos Económicos 2004 del INEGI, Yucatán tenía 62 799 unidades económicas en el 2003, lo cual representó 14.6% más que las registradas en el censo anterior.

El personal ocupado total para 2003 fue de 313 892 personas, 27.5% más que en 1998. Los datos provenientes de los censos muestran que tanto las unidades económicas como el personal ocupado total en Yucatán registraron tasas de crecimiento superiores a las observadas a nivel nacional, que fueron de 7.1 y 9.5%, respectivamente.

En la tabla 07 se observa el aparato productivo del estado, según la cantidad de personal ocupado, destacó la presencia del Comercio al aportar 31%, Servicios 27.8% y las Manufacturas 26.7 por ciento.

El 61.4% de las personas ocupadas en el sector de Alojamiento y preparación de alimentos de Yucatán estuvo concentrado en el municipio de Mérida. Le siguieron Progreso y Valladolid con 5.7 y 3.6%, respectivamente.

Gráfica 7. Unidades económicas vs Personal ocupado (1998-2003)



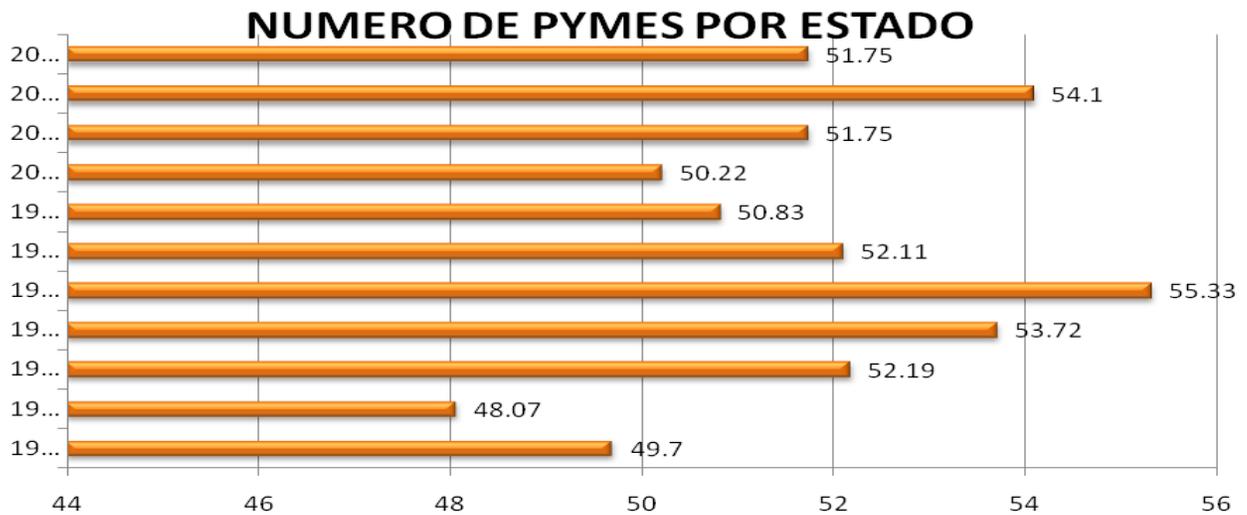
Fuente: Censos económicos del 2004, INEGI.

1.4 Análisis de la industria alimentaria en Yucatán

Torres Góngora (2006) menciona que a principios del tercer milenio, Yucatán es un estado terciarizado. Así lo expresan las últimas cifras de su actividad económica que destacan la predominancia del comercio y los servicios, de manera especial, del turismo, como el motor económico generador de divisas. Mérida, su ciudad capital, concentra importantes establecimientos franquiciantes de la rama restaurantera, automotriz y de tiendas departamentales, además de los hospitales, escuelas y actividades de entretenimiento que le dieron fama como la ciudad de servicios más importante del sureste mexicano.

Pese a su vocación terciaria, la manufactura yucateca es la más desarrollada en el contexto regional. La producción de alimentos y bebidas constituye el subsector manufacturero más importante por su contribución al Producto Interno Bruto (PIB), que en los últimos diez años ha fluctuado, en alrededor de la mitad tal como se muestra en la gráfica 8:

Gráfica 8. Contribución del subsector de alimentos y bebidas al PIB manufacturero de Yucatán.



Fuente: Elaboración propia (2010) con base en Torres (2006) tomado de INEGI Sistemas de Cuentas Nacionales y dirección general de contabilidad nacional y estadísticas económicas. Dirección de contabilidad nacional.

La división de alimentos, bebidas y tabaco forma parte de las nueve que integran la industria manufacturera donde se consideran todas las actividades de transformación de bienes

naturales o semiprocesados en artículos diferentes. Es importante mencionar la aportación de esta división al Producto Interno Bruto Estatal total y dentro de la industria manufacturera, lo que se puede observar en tabla 5:

Tabla 5 Contribución al crecimiento económico de Yucatán por sectores de actividad. Ordenado de acuerdo a la variación porcentual ponderada de 2001.

	Estructura porcentual 2001	Variación anual 2001	Contribución al crecimiento
PIB (base 1993)	100.0	1.80	1.80
Comunicaciones y transportes	12.9	6.3	0.8
Servicios comunales, sociales	20.8	2.6	0.5
Servicios financieros, seguros	17.3	2.4	0.4
Industria manufacturera	14.7	2.7	0.4
Comercio, restaurantes y hoteles	21.5	1.2	0.2
Electricidad	1.5	7.7	0.1
Minería	0.2	-19.9	0.0
Sector primario	5.4	-5.3	-0.3
Construcción	7.5	-4.2	-0.3
INDUSTRIA MANUFACTURERA	100.0	2.7	2.7
Alimentos, bebidas y tabaco	51.8	6.0	3.1
Productos de minerales no metálicos	14.7	5.5	0.8
Maquinaria y equipo	5.0	2.6	0.1
Otras manufacturas	2.9	1.4	* ns
Papel, imprenta y editoriales	3.0	-0.4	* ns
Químicas, derivados, petróleo, caucho y plásticos	2.9	-5.1	-0.1
Industrias metálicas básicas	1.1	-13.5	-0.1
Industria y productos de madera	1.6	-12.8	-0.2
Textiles, prendas de vestir y cuero	16.8	-3.9	-0.7

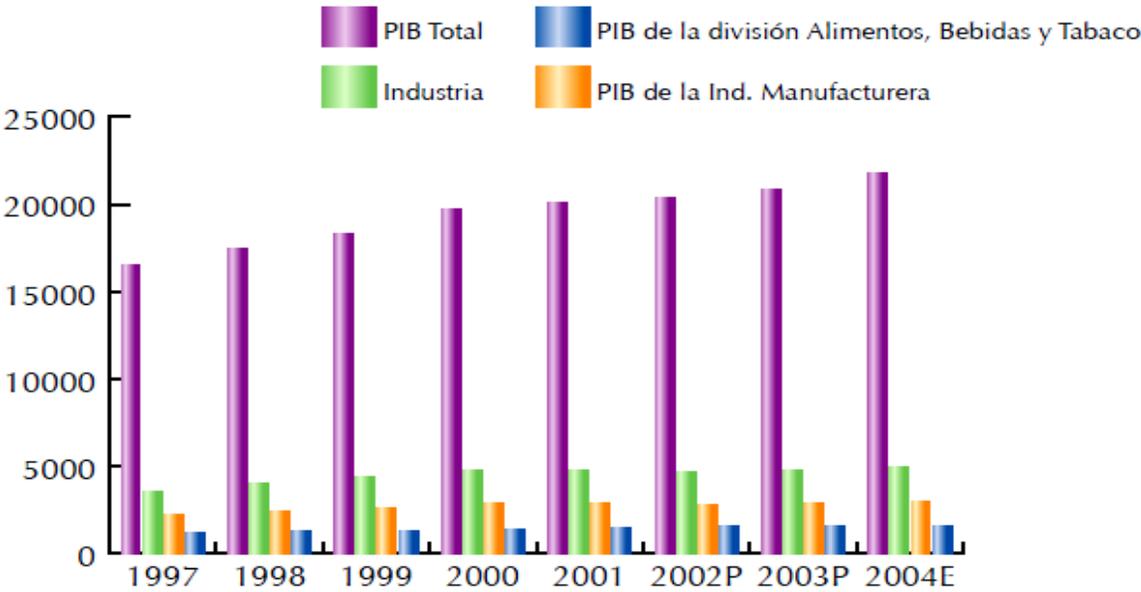
ns = No significativo

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la revista Impulso Económico de la SEFOE localizada en página web: www.sefoe.yucatan.gob.mx/docpublicaciones/200406253299.pdf

En el año 2001 la división de Alimentos y Bebidas mostró un crecimiento porcentual mayor en su volumen físico de producción que el Producto Interno Bruto (PIB) de la entidad, el total de actividades industriales y la industria manufacturera en su conjunto. A pesar de ciertos altibajos, las tendencias actuales indican que la industria manufacturera, la industria en general y el PIB total están creciendo. En particular, se ha previsto que la división de Alimentos y Bebidas siga teniendo una tasa de crecimiento constante.

En lo que respecta al PIB manufacturero (14% del PIB Estatal), desde el año 1997 los Alimentos, Bebidas y Tabaco han aportado aproximadamente la mitad, lo que significa que su PIB es aproximadamente igual al del total de las otras ocho divisiones que componen a la manufactura, lo que se puede observar en la gráfica 9.

Gráfica 9. PIB de la industria manufacturera, alimentos, bebidas y tabaco, PIB total y PIB de la industria (1997 – 2004).



Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos de la revista Impulso Económico de la SEFOE localizada en página web www.sefoe.yucatan.gob.mx/docpublicaciones/200406253299.pdf

Considerando el sector formal, las tablas 6 y 7 muestran el número de empresas de alimentos y bebidas clasificadas por giro de actividad, así como la clasificación de estas mismas empresas de acuerdo al tamaño.

Tabla 6 Empresas de la industria alimenticia en Yucatán, por giro:

Giro	Cantidad
Elaboración y preparación de productos alimenticios, frutas y legumbres, conservado, envasado y empaque.	12
Beneficios de otros granos, fabricación y envasado (como los molinos)	79
Matanza de ganado y aves	10
Elaboración, preparación, conservación, envasado y/o empaquetado de carne y sus derivados	15
Elaboración, preparación, conservación, envasado y/o empaquetado de productos lácteos	9
Elaboración, preparación, conservación, envasado y/o empaquetado de productos lácteos de pescado y productos marinos	42
Elaboración de productos a base de cereales (panaderías, tortillerías y galleteras)	325
Elaboración de chocolates, dulces, confitados, jarabes, concentrados, color para alimentos	20
Elaboración de alimentos para animales	16
Fabricación de aceites y grasas vegetales alimenticias	5
Elaboración, preparación, envase y/o empaque de otros productos	59
Elaboración, preparación, envasado, empaquetado de productos alimenticios s/maquinaria y equipo motorizado	8
Fabricación de productos a base de cereales con procesos continuos automatizados	5
Fabricación de harinas y productos de molino a base de cereales de leguminosa	31
TOTAL DE EMPRESAS DE ALIMENTOS	636
Elaboración y/o envase de bebidas alcohólicas	21
Elaboración de cerveza y malta	2
Elaboración y/o envase de refrescos, aguas gaseosas y purificada	36
TOTAL DE EMPRESAS DE BEBIDAS	59

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos de la revista Impulso Económico de la SEFOE localizada en página web www.sefoe.yucatan.gob.mx/docpublicaciones/200406253299.pdf

Tabla 7 Empresas de alimentos y bebidas en Yucatán.

Tipo de empresa	No. De empresas
Grandes (251 empleados en adelante)	11
Medianas (51 a 250 empleados)	30
Pequeñas (11 a 50 empleados)	90
Micros (01 a 10 empleados)	564
Total	695

Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos de la revista Impulso Económico de la SEFOE localizada en pagina web www.sefoe.yucatan.gob.mx/docpublicaciones/200406253299.pdf

De acuerdo con el número de empleos registrados en el IMSS al mes de agosto de 2003, según cifras del INEGI, las 10 empresas principales de Alimentos, Bebidas y Tabaco en Yucatán son: Comercializadora Porcícola Mexicana, S.A. de C.V., procesamiento y comercialización de carne de cerdo, 1,446 trabajadores; Bimbo S.A. de C.V., producción de pan, 857 empleados; Productora Nacional del Huevo S.A. de C.V., producción y venta de huevo para consumo, 668 trabajadores; Bebidas Purificadas del Sureste S.A. de C.V., produce, distribuye y comercializa la marca Pepsi, 987 empleados; Productos de Harina S.A. de C.V., producción de galletas, harina para hot-cakes, polvo para empanizar y pastas, 938 empleados; Pollo Industrializado de México S.A. de C.V., cría de aves de engorda, 863 trabajadores; Aviproductos Sanjor S.A. de C.V., cría y engorda de pollos, 1,511 trabajadores; Industria Refresquera Peninsular, embotellado y envasado de las presentaciones PET de la Coca Cola, 657 empleados.

Por otra parte de acuerdo al monto de su producción se enlistan las siguientes actividades:

- Aceites y grasas vegetales comestibles. Cuenta con 4 unidades económicas, tiene el mayor monto en producción en esta división como en toda la manufactura, generando un 15.2% del total de ésta. Es la segunda actividad que genera más valor agregado.
- Refrescos y agua purificada. Tiene 44 establecimientos. Genera el 11.8% del valor total de la producción manufacturera y es la que genera más valor agregado.
- Alimentos para animales. Cuenta con 16 establecimientos y es la tercera actividad que genera un mayor monto de producción.

- Matanza de ganado y aves. Además de ocupar el cuarto lugar en importancia por su producción, es la que tiene un mayor número de establecimientos con un total de 483.
- Congelado de pescados y mariscos. Un total de 84 establecimientos que generan el 3.6% del total del monto de producción manufacturera.
- Galletas y pastas. Es la novena actividad económica con mayor monto de producción con 21 unidades económicas.
- Mayonesa y otros condimentos. Cuenta con 27 unidades económicas y ocupa el décimo rango en monto de producción en el estado.

Considerando el número de establecimientos, en esta división destacan en primer lugar las tortillerías con 1,195 empresas (12.14% de la industria manufacturera y 36.45% de la división), en segundo lugar se encuentran las panaderías con 866 establecimientos y en tercer lugar están los rastros y empresas dedicadas a la matanza de ganado y aves, de los cuales hay 483.

Del personal ocupado en el sector formal, el IMSS reportó 11,029 empleos en la elaboración de alimentos (79%) y 2,987 en bebidas (21%) al mes de noviembre de 2003, no se registró la actividad tabacalera. La distribución porcentual de empleos formales se puede apreciar en la siguiente gráfica 10.

Gráfica 10. Distribución de empleados en la industria de alimentos, bebidas y tabaco en Yucatán.



Fuente: Elaboración propia con base en datos obtenidos de la revista Impulso Económico de la SEFOE localizada en página web www.sefoe.yucatan.gob.mx/docpublicaciones/200406253299.pdf

Dentro de las actividades con mayor generación de empleos se encuentra la elaboración y /o embotellado de refrescos y agua purificada con 2,642 empleos (18.85%) a julio 2003., ubicándose enseguida la elaboración de productos a base de cereales con 2,881 empleados (20.56%) y la matanza de ganado y aves con 2,442 empleados (17.43%).

Finalmente dentro del monto de las remuneraciones la elaboración y el embotellado de refrescos y agua purificada ocupa el primer lugar en importancia, seguida por la matanza de ganado y aves. La importancia de estas dos actividades es notable, ya que la primera ocupa el tercer lugar dentro de toda la industria manufacturera y la segunda se ubica en el quinto sitio.

Cabe señalar que en la actualidad la industria de alimentos y bebidas se conforma por un 80% de establecimientos de capital local (cálculos realizados excluyendo a los establecimientos de tamaño micro con menos de 5 trabajadores), en su mayoría pequeños y medianos, algunos todavía con formas de funcionamiento tradicional. Un estudio realizado por Torres Góngora (2002), reporta que en Yucatán, la industria de alimentos y bebidas, nace con el sector manufacturero a inicios del siglo XIX cuando la agroindustria henequenera de exportación dirigía los rumbos económicos de la entidad. A su alrededor surgen las primeras fábricas orientadas a la elaboración de productos de consumo inmediato como las galletas, cerillos, velas, veladoras, cervezas, refresco, chocolates, dulces y licores, entre los más sobresalientes.

La lógica productiva de estas plantas incipientes se asentó en la familia que la organizó y dirigió como empresas caseras, con procesos de producción intensivos en mano de obra y poca tecnificación, en un contexto de mercados cerrados y escasa competencia. Se trataba de empresas con gestiones paternalistas poco planificadoras en las que la mano de obra, principal factor de producción, se visualizaba y manejaba en muchos casos, como patrimonio personal de los patrones, a manera de resabio cultural de lo acostumbrado en las haciendas henequeneras.

Con el correr de los años, la industria de los alimentos y bebidas, creció y se extendió hasta alcanzar la supremacía numérica, al interior de la manufactura, sobre los demás subsectores. Así, hoy la cuarta parte de los establecimientos allí localizados corresponden a los de alimentos y bebidas, mismos que ocupan al 21,5% de los trabajadores de ese sector y aportan el 36% del valor de la producción manufacturera (cálculos a partir de los censos económicos del INEGI, 2003).

A ello, contribuyeron varios factores entre los que destaca el incremento de la demanda de alimentos procesados por el crecimiento natural de la población y las ciudades; factores que desarrollaron el mercado interno de estos productos. De parte de la oferta, ésta se amplía y se diversifica, por un lado, por el crecimiento y modernización de los productores locales, y por el otro lado, con la llegada de importantes capitales foráneos, principalmente del centro del país.

Torres Góngora (2006) comenta que un primer flujo de capital foráneo tuvo lugar en la década de los ochenta con la instalación de varias empresas de capital no yucateco y con la adquisición de plantas locales por corporativos nacionales, proceso que se profundiza durante los años noventa, con una segunda oleada de capital foráneo que viene a afianzar su presencia en la entidad, ampliando sus operaciones. Junto con ellos, se instalan otros, atraídos por la ubicación geográfica del estado que resulta favorable a las expectativas de exportación de estas empresas.

De manera lenta pero continua, este proceso ha venido a acrecentar el subsector de alimentos; entre los casos más sobresalientes de adquisiciones de plantas locales por capitales foráneos se encuentra el de la Galletera Palma adquirido por el Grupo Gama de Monterrey (1979); la Cervecería Yucateca vendida al grupo Modelo en 1986 para después cancelar sus operaciones en 2002; la empresa Bimbo compra Trevi por el año de 1982 para posteriormente inaugurar una planta en 1994; en 1987 el grupo Desarrollo Económico S.A. (DESC) compra la avícola Campi y más adelante, en 1999, la vende a la firma Bachoco que recientemente (2005) adquirió también otra avícola: Sanjor. Asimismo, en 1999 el Grupo Porcícola Mexicano adquiere Keken. En el ramo de los Lácteos la empresa LALA obtiene Prolac a mediados del 2002. Entre las empresas foráneas que llegaron a ubicarse en la entidad, de manera directa, se encuentran Maseca (1994) y Pepsi Cola (1994).

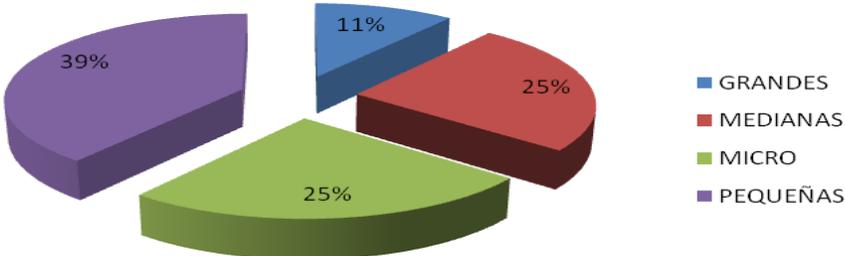
La llegada e instalación de estas empresas trajo consigo novedosos sistemas de trabajo y formas de organización que cuestionaban las formas tradicionales de los productores locales, inmersos ahora en un nuevo contexto: la globalización económica que demanda eficiencia, calidad y flexibilidad en la producción a fin de poder competir con productos de otras latitudes y al mismo tiempo, posicionar los suyos al exterior, tal como lo exigen las nuevas condiciones de los mercados globales.

En este contexto cunde y se profundizan durante los años noventa, los procesos de modernización productiva entre los establecimientos de alimentos y bebidas de la entidad a fin

de hacerle frente a las nuevas condiciones mencionadas. A grandes rasgos y de acuerdo al estudio citado (Torres, 2002) se puede señalar la existencia de cuatro perfiles – con relación a su sistema de trabajo y formas de operación – encontrados a finales de la década de los noventa y principios del nuevo milenio entre estos establecimientos: modernización integral, en proceso, incipiente y sin modernización. Según información publicada por el INEGI en el año 2006, la industria de alimentos es un subsector de la industria manufacturera. En México, el subsector económico más importante de la industria manufacturera es productos metálicos, maquinaria y equipo (28.6%); le sigue alimentos, bebidas y tabacos (25.6%). En Yucatán, el subsector más importante es la de industria de alimentos y bebidas.

Según SEDEINCO Yucatán es el quinto estado de la república con mayor número de empresas exportadoras de alimentos procesados. En la gráfica 11 se observa el porcentaje de exportación de acuerdo la clasificación de las empresas por parte del INEGI:

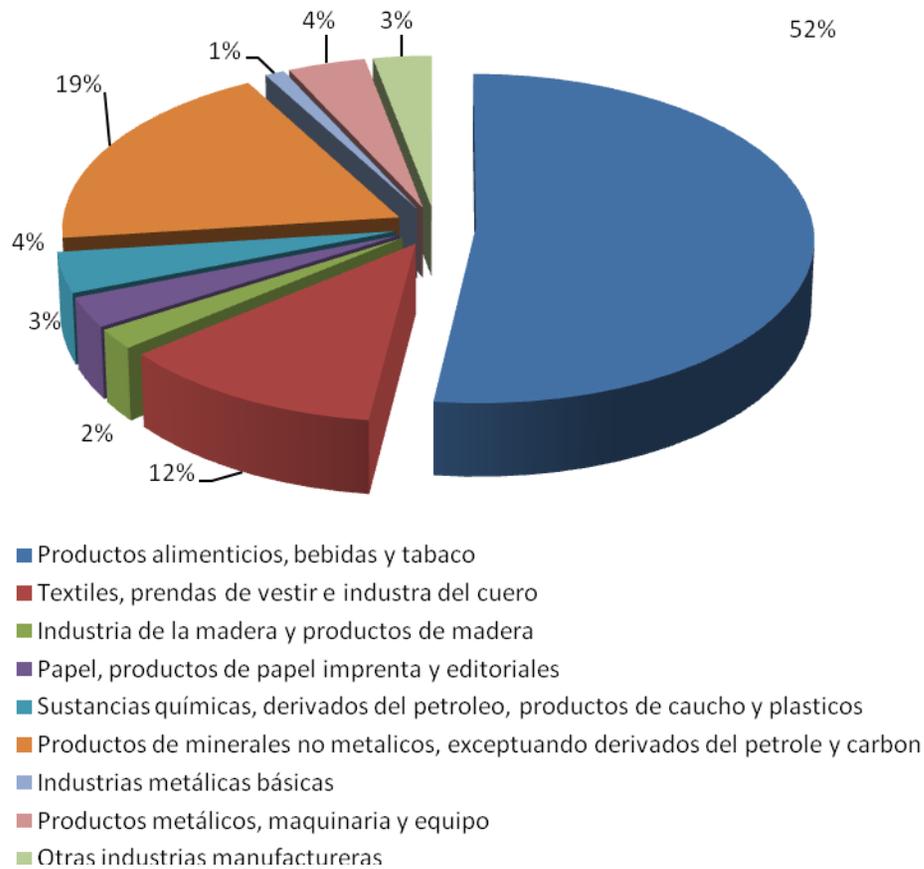
Gráfica 11. Empresas exportadoras del ramo alimenticio de Yucatán (distribución por tamaño de empresa y participación porcentual).



Fuente: SEDEINCO

Según la Secretaría de Fomento Económico (SEFOE) del Estado de Yucatán, al cierre del 2006 dentro de la industria manufacturera, la rama de productos alimenticios y bebidas es la de mayor importancia (51.9%), le sigue la rama de minerales no metálicos (19.4%) y de textiles, prendas de vestir e industria del cuero (11.7%). Esta información puede visualizarse en la siguiente Gráfica 12:

Gráfica 12. Participación en el PIB de la industria manufacturera yucateca en 2006



Fuente: SEDEINCO

Con los datos anteriores, se puede concluir que la actividad industrial en Yucatán es dominada por dos actividades: Industria textil, prendas de vestir, calzado y alimentos y bebidas, por lo que Yucatán se puede catalogar como “de industria manufacturera ligera”, ya que según Quintal (2005) “la elaboración de los productos de dichas ramas no requiere de mucha tecnología y el valor agregado de los productos es mucho menor en comparación con otras ramas”.

Con base en el análisis de la información obtenida acerca de la industria del sector de alimentos del Estado de Yucatán, el presente estudio se dirigirá a la industria de alimentos cuyo número de empleados sea de treinta o más, con el afán de que las empresas seleccionadas

cuenten con un área especializada de finanzas. Según datos de la SEFOE, entre las empresas de este sector se manejan productos de oferta exportable como son:

- Cítricos
- Miel
- Chile habanero (fresco, seco y salsas)
- Botanas
- Carne de res
- Galletas

Con base en la información anterior, las principales razones por la cual se enfocará el estudio a la industria de alimentos son:

- La industria de alimentos, con vista a la globalización, es una de las más importantes en el Estado de Yucatán, debido a su gran impacto en la generación de empleos en áreas rurales y su gran potencial para satisfacer la enorme demanda de los Estados Unidos y el resto del mundo. Importantes y reconocidos productos son hechos en Yucatán, como salsas de chile habanero, concentrado de frutas y condimentos. Estos son importantes y tradicionales productos gourmet con reconocimiento internacional que dan a nuestros productos una calidad única en sabor y presentación.
- Yucatán es el quinto estado con mayor número de exportaciones de este sector a nivel nacional.
- Se pudo constatar que el subsector alimentos (mayor aportación de este grupo de empresas con producción exportable) es el que mayor contribución aporta al crecimiento económico del estado.
- Los planes de política pública estatal están orientados a este subsector, generando expectativas de que la entidad esté catalogada dentro de “los líderes mundiales de alimentos”.

CAPÍTULO II:
MARCO
TEÓRICO

2. Capítulo II. Marco Teórico.

2.1. Antecedentes de la Teoría del Valor.

Giribets (2009) menciona que la teoría del valor surgió en el siglo XVIII para explicar el comportamiento de los precios, cuando la expansión del mercado inviabilizó el sistema de regulaciones medievales. La economía política clásica consideraba que la industria manufacturera se había convertido en el centro del proceso productivo y atribuía la variación de los precios a la cantidad de trabajo incorporado en las mercancías. A partir de esta relación buscó establecer una forma de cálculo de las principales variables económicas. Al formular una crítica a esta concepción, Marx modificó por completo el objetivo de la teoría.

El mismo autor menciona que Marx recurrió a esta última categoría para explicar cómo los capitalistas expropian una parte del valor creado por los trabajadores en el proceso productivo y cómo se redistribuyen esta plusvalía a través de distintas modalidades de beneficio. Semejante apropiación es posible porque los asalariados generan durante su jornada laboral más valor que el requerido para su propia reproducción. La magnitud del valor que incorpora a los salarios es superior al valor de su fuerza de trabajo expresada en salarios." (La actualidad de la teoría objetiva del valor, Claudio Katz, Internet). Al considerar que el centro del capitalismo es la explotación, Marx postuló que el trabajo abstracto, nutrido de los asalariados y uniformado en el proceso de intercambio, es la sustancia del valor. Destacó que esta modalidad social del trabajo es específica del capitalismo y por lo tanto no se identifica con el gasto fisiológico laboral que se desarrolla en cualquier sociedad, ni con el trabajo concreto de un tipo particular de actividad.

El mismo autor refiere, que en la actividad cotidiana desarrollada en el mercado se torna común observar que las mercancías se intercambian como equivalentes, que el dinero circula y que el capital se acumula, como si estos elementos motorizaran automáticamente, y por sus propias fuerzas, la reproducción económica, sin ninguna intervención de los hombres. Las huellas de la acción humana quedan borradas en el universo de las compras, ventas, contrataciones y negociaciones corrientes, opacando el control que ostenta la clase dominante

de todo este proceso. Y lo que se torna particularmente invisible es el origen del beneficio en la plusvalía y las causas de su acrecentamiento de la explotación.

La teoría del valor es una crítica a este fetichismo y al ocultamiento de las relaciones sociales que viabilizan la acumulación del capital y la distribución de la ganancia. Es una concepción que demuestra por qué la mercancía, el dinero y el capital no tienen cualidades mágicas para generar satisfacción, riqueza y poder, sino que representan distintas instancias de un mismo proceso de valorización asentado en la apropiación empresaria de una parte del valor generado en la actividad productiva.

La teoría del valor, según Carl Menger (1840-1921) explica el conocimiento del costo en cambio y en uso. Esta proposición surge en un ambiente económico de situaciones de satisfacción de necesidades humanas y de escasez de bienes. El valor está supeditado al significado individual asignado a cada bien. Por esta razón la naturaleza de esta suposición es totalmente subjetiva, pues su fundamento estriba en el juicio que determina el hombre en relación con la conservación de la vida y su bienestar.

Sus antecedentes se remontan a los economistas clásicos, quienes atienden solo una parte de la economía del valor. En este sentido, Adam Smith enuncia que el precio natural gravita a través de un mecanismo de oferta y demanda de libre mercado, existiendo tres componentes en esta hipótesis: el salario del trabajador, beneficios del capital y la porción destinada al terrateniente, conocida como renta. Los pensadores clásicos sostienen que la tasa de ganancia es única y de rendimientos decrecientes. Asimismo, afirman que la facilidad o dificultad de la producción de la mercancía regulará, en último término, su precio o valor en cambio.

Según Furio Blasco (2005) la importancia atribuida al mercado como regulador de la división del trabajo, exigía una explicación de la naturaleza del proceso económico y, especialmente, una determinación del valor. Smith, en este sentido, distingue entre valor en uso y valor en cambio: “la palabra valor tiene dos distintas inteligencias; porque a veces significa la utilidad de algún objeto particular, y otras aquella aptitud o poder que tiene para cambiarse por otros bienes a voluntad del que posee la cosa”. Y, para investigar los principios que regulan el valor permutable, investiga, en primer lugar, cuál es la medida real de dicho valor; en segundo lugar, cuáles son los componentes del precio real; y, en tercer lugar, las circunstancias diferentes que provocan modificaciones en el mismo. De igual manera menciona la valoración

y, consiguientemente, la determinación cuantitativa del producto neto, requiere que las dos agregaciones sean reducidas a la homogeneidad mediante el cómputo en términos de valor. La formulación de una teoría del valor llega a ser así una parte integrante e indispensable de la teoría de la distribución.

“En toda sociedad, pues, el precio de las cosas se resuelve por último análisis en una u otra de estas partes, o en las tres a un tiempo, y todas tres entran en la composición de aquel precio con más o menos ventajas, o con más o menos parte en él, según los progresos o adelantos de la sociedad.” (Smith, 1976, p 97) referenciado por Furio Blasco (2005).

Para Smith, el trabajo es la medida real del valor en cambio de toda clase de mercancías, y la cantidad de trabajo, que equilibradamente una mercancía puede disponer, está determinada por el «precio natural» de la propia mercancía, es decir, por aquel precio que corresponde a las tasas naturales del salario, del beneficio y de la renta. Evidentemente, éstas son también valores de los que sería necesario precisar por qué están, a su vez, determinados. Por ello, no se consigue formular una teoría del valor de cambio que satisfaga aquel requisito formal esencial que consiste en determinar los valores a partir de elementos que no dependen ellos mismos de los valores. En este sentido, como dice Napoleoni, la teoría del valor de Smith es un fracaso.

Pero, en opinión de este mismo autor, existe un segundo sentido en el que la teoría de Smith no es un fracaso. Lejos de ser un fracaso constituye una etapa decisiva del pensamiento económico: en el contexto de una teoría del desarrollo capitalista, llega a asumir el significado de criterio para la determinación de la existencia y de la intensidad del mismo desarrollo. Es en este sentido en que el concepto de valor adquiere toda su relevancia como término del lenguaje de Smith y del análisis clásico.

Por otra parte Marx, (citado por Bernal, 2009, p. 47), en su teoría del capital, explica la génesis de la forma de precio, expone el proceso mediante el cual el valor sufre una serie de metamorfosis, desde su figura más simple, la que se da en el trueque, hasta su figura más compleja, que constituye la forma de precio. Ahí reside el componente fundamental de *El Capital*: el análisis de las formas del valor. La categoría precio refleja una apariencia de la realidad económica, mientras que la categoría valor refleja una esencia de la realidad económica. El movimiento teórico de Marx va desde las esencias a las apariencias, esto es, parte del valor en su forma natural hasta llegar a la forma de precio; mientras que la economía convencional sólo se mueve en el ámbito de la apariencia. Por lo tanto, no hay que ver en la

economía convencional la negación de la economía marxista, sino todo lo contrario: una parte necesaria de ella.

Los pensadores clásicos no consideran el valor de uso o de utilidad otorgada por los individuos a ciertos bienes económicos; por esta limitante surge la revolución marginalista a finales del siglo XIX, compuesta por las escuelas austriacas, Cambridge y Lausanne con nuevos conceptos, como la utilidad marginal decreciente, introducido por William Stanley Jevons, Carl Menger Y Leon Walras.

El mismo autor refiere que las escuelas de Cambridge y Lausanne consideran que los clásicos tienen supuestos de asignación de precios incompleto al apreciar solo un lado del problema; es decir consideran solo los costos de producción. Afirman que la teoría de la utilidad marginal sirve para complementar la teoría clásica, surgiendo con ello la neoclásica. Esta última contiene elementos como el análisis de la demanda, los costos de producción la distribución de las mercancías, la intersección de los costos y la utilidad marginal determina el precio. Se parte de postulados de conocimiento completo, en condiciones de equilibrio y competencia perfecta y, cuando surgen imperfecciones en el mercado se sugiere la intervención del gobierno para contrarrestarlas.

Por otro lado, la escuela austriaca propone la investigación del comportamiento de los sujetos económicos, adoptando, en consecuencia, creencias subjetivas, pues interpretan al individuo en función de su estado de ánimo. Uno de los principales básicos de este pensamiento reside en la idea de que el valor nace de la limitación de las mercancías en relación con las necesidades, fundamentando, de esta manera, el valor de uso como determinante del precio. Sus conjeturas parten de que los bienes ilimitados no pueden poseer valor, porque no se presentaría ninguna necesidad insatisfecha (Roll, 2003).

La corriente de Cambridge y Lausanne se integra por pensadores precursores del conocimiento perfecto y el equilibrio de mercado. A diferencia de los austriacos – que niegan la presencia del conocimiento perfecto en la actividad empresarial-, suponen que en el análisis de precios los participantes no se limitan a la información disponible, sino a sus posibles cambios. Con ello, se incurre en que la toma de decisiones gerenciales dependa en mayor medida de la experiencia e intuición.

Por tanto la teoría del valor, según los pensadores austriacos, parte del supuesto de que el mercado es dinámico y los precios se forman según las preferencias de los consumidores y

donde los recursos siempre están ubicándose donde son más valorizados. Asimismo, que cuando el gobierno nos interviene y deja libre a los individuos para desarrollar su actividad productiva, afirman, estos armonizan sus intereses y cooperan entre sí, creando el sistema de producción más eficiente.

El empresario de Schumpeter (1934:64) (citado por Kirzner, 1999, p.26), actúa para perturbar una situación existente de equilibrio. El empresario inicia el cambio y genera nuevas oportunidades. Aunque toda explosión de innovación empresarial lleva en último término a una nueva situación de equilibrio, el empresario, pese a ello, se presenta como una fuerza desequilibradora, en vez de equilibradora. De igual manera señala que la función empresarial consiste tanto en la introducción de nuevos productos o nuevas técnicas de producción como en la habilidad de ver dónde los nuevos productos se han hecho insospechadamente valiosos para los consumidores, y dónde los nuevos métodos de producción, sin saberlo los demás, se han hecho factibles.

Para Grinblatt y Sheridan (2003) son los inversionistas corporativos quienes hacen inversiones reales, como una industria, maquinaria o equipo, campaña publicitaria, capacitación del personal y otras, lo que significa dar algo más hoy y así ganar algo en el futuro. Opinan que la principal problemática a la que se enfrenta un inversionista corporativo es sobre qué proyectos deben hacerse y como han de capitalizarse. Para ello se debe de reconocer la interconexión que hay entre la comprensión de la estrategia empresarial y los mercados financieros. Deberán integrarse a la estrategia global. Por ejemplo, la capacidad de una empresa para generar en este momento proyectos de valor actual neto positivo depende de sus decisiones de inversión en el pasado, así como de sus decisiones de costo.

De igual manera, se menciona que tanto el empresario o inversionista corporativo como el inversionista individual aportan recursos financieros a las compañías con el propósito de obtener algún beneficio en el futuro. Hacen aplicaciones para activos permanentes en las empresas, por ejemplo en la adquisición de plantas industriales, equipos, infraestructura física, oficinas, acciones de subsidiarias y todo activo considerado fijo o de largo plazo. El empresario también puede ser inversionista o viceversa, por lo que los objetivos de ambos son: aumento porcentual del rendimiento sobre la inversión, costo de la financiación, participación porcentual de mercado, estabilización de precios, márgenes, crecimiento económico y prevención de la competencia, entre otros.

En este contexto existe la necesidad de un director financiero, quien se encargue de tomar decisiones relacionadas con la gestión del circulante, financiación, valoración de activos, estructura de capital y de redistribución de accionistas, quien tiene como función la captación y el destino de los recursos financieros en las mejores condiciones posibles para conseguir crear el máximo valor de la empresa (López et al 2002.7).

Los enfoques que hay en el desarrollo de la dirección financiera y empresarial aparecen la tabla 8:

Tabla 8. Antecedentes de la dirección empresarial sustentados en los siguientes enfoques.

Año	Dirección empresarial orientada en:	Características principales
1950	Producción	Tener los equipos más sofisticados y eficientes para impulsar economías de escala
1960	Mercadotecnia	Competividad en el mercado
1970	Estrategia	Surge la teoría de administración por resultados, impulsada por Peter F. Drucker
1980	Calidad y mejora continua	Cursos de capacitación para gestión de calidad y mejora continua
1990	El cliente	Todos los departamentos de la empresa trabajen para la satisfacción del cliente
2000	El valor	Fuerzas que deben destacarse en la empresa: Crecimiento y atracción de capital privado, globalización de los mercados y revolución de la información, incluido el internet
1. Valor para el cliente		
		Michael Porter ha desarrollado modelos para analizar las fuerzas competitivas en una industria e identificar las estrategias genéricas para lograr ventajas competitivas (liderazgo en costo, diferenciación, enfoque, etc. El pensamiento estratégico persigue satisfacer al cliente, siempre y cuando esto produzca, a través del tiempo, un rendimiento económico.

2. Valor para el accionista		
1970 y 1980	Modelos Capital Asset Pricing Model (CAPM)	La empresa debe obtener utilidad mayor al costo de los recursos de capital de la empresa. A mayor riesgo, mayor rendimiento.
1980	Modelo de Flujo Libre de Efectivo	Alfred Rappaport, creación de valor para el accionista, mostraba como las técnicas normales de flujo de efectivo descontado podían ser adaptadas en el marco del valor para los accionistas.
1990	Valuación	Tom Coppeland y otros autores de la empresa McKinney & Company Inc. El objeto de la empresa en crear valor puede ser benéfico para los accionistas y para otros interesados de la empresa.
1991	Valor Económico Agregado (EVA)	Stewart G. Bennett propone el modelo del EVA, que resulta de la diferencia entre el rendimiento del capital invertido y el costo del mismo en un periodo dado.
1997	Factor de creación de valor	Joseph Faus Pascuchi, gestión directiva basada en el valor, con base en el modelo de la perpetuidad creciente a crecimiento constante.

Fuente: Elaboración propia con base en Bernal (2009). Modelos de valuación empresarial y decisiones de inversión.

2.2. Antecedentes históricos del valor.

Según Castaño Guillen (2008) dentro de las técnicas del análisis fundamental, han existido distintos métodos de valoración. La evolución histórica distingue dos etapas en la valoración:

- La primera basada en el valor individual de los elementos que conforman el negocio.
- La segunda basada en la capacidad de los activos para generar riqueza como conjunto.

Las técnicas conocidas bajo la denominación de métodos de valoración estáticos, consideran individualmente los elementos del activo, los tangibles y los intangibles, calculando su valor de forma unitaria, bien a través de la contabilidad (valor neto contable), o a través del mercado (costo de reposición). Después se suman para obtener el valor total del activo de la empresa, posteriormente calculan el valor del pasivo actuando de la misma forma, y por diferencia se obtiene el valor de la empresa.

El mismo autor menciona que la valoración estática no recoge el valor debido al funcionamiento conjunto de todos los activos de la empresa, es decir, no tiene en cuenta la organización vinculada de bienes, factor humano y factor social funcionando con un mismo fin, así como tampoco, otros factores no evaluables de forma individualizada, tales como la ubicación de la empresa o su imagen. En definitiva, esta forma de valoración no tiene en cuenta el potencial futuro de la empresa, por lo que su utilidad queda casi exclusivamente limitada a valorar empresas en liquidación.

Las deficiencias encontradas en los métodos estáticos han hecho que los analistas los abandonen en favor de los dinámicos, cuya superioridad es clara pues reflejan la capacidad que tienen los activos de generar flujos de caja en el futuro.

Aunque evidentemente los dinámicos también tienen limitaciones: entre otras, la falta de comparabilidad de estados financieros y su carácter histórico, el comportamiento errático de los beneficios, la imposibilidad de valorar las operaciones realizadas fuera de balance, la ausencia de información sobre los activos intangibles.

La evolución histórica de los métodos de valoración a la que hemos hecho referencia nos induce a clasificarlos en:

A) Métodos estáticos.

- Valor histórico.
- Valor contable ajustado.
- Valor de liquidación

B) Métodos dinámicos.

- Descuento de dividendos.
- Descuento de flujos de caja.
- Opciones reales.

En cualquier caso, la evolución histórica de los métodos de valoración, aplicados a la valoración de empresas, ha puesto de manifiesto las siguientes hipótesis básicas como punto de partida:

1. Normalmente se trata de una empresa en funcionamiento con duración indefinida. No obstante, ello no significa que la duración de la empresa sea infinita, como es el caso por ejemplo, de las empresas concesionarias de autopistas. Tampoco queremos decir con esto, que

una empresa en liquidación carezca de valor, pero **si** que el valor de la liquidación no es el valor del negocio como tal.

2. El negocio está formado por un conjunto de bienes y factores, tangibles e intangibles, que trabajan como un todo y, por tanto, no pueden ser evaluados de forma individualizada. Pero debemos tener en cuenta que empresa y negocio no son sinónimo puesto que una empresa puede estar formada por varios negocios. En este caso el valor de la empresa es igual a la suma de los valores de los negocios que la forman.

3. El valor de cualquier empresa, de acuerdo con la teoría de la inversión, viene determinado por su capacidad para generar *cash flow*.

4. El valor de la empresa está relacionado con sus características financieras: su crecimiento, sus flujos de tesorería, su nivel de endeudamiento y su nivel de riesgo esperado.

5. Sólo los activos necesarios para generar los *cash flow* forman parte del negocio. El resto de los activos, pertenecientes a la empresa, que no contribuyen a generar cash flow para el negocio, no forman parte de éste, aunque sí del patrimonio de la empresa.

6. La empresa o negocio generan la información suficiente para poder efectuar estimaciones sobre la sucesión de *cash flow* futuro.

Nadie pone en cuestión, hoy en día, que el valor de la empresa se encuentra asociado a su capacidad para generar riqueza o flujos de tesorería en el futuro. Otro tema será determinar los enfoques y sistemas que mejor se adapten en la práctica a esta forma de valorar.

Junto a estos métodos, denominados analíticos, existen los métodos de referencia, generalmente conocidos como método de los múltiplos. Estos métodos se basan en la hipótesis de que el mercado refleja en medida el valor correcto de las acciones, aunque comete errores individuales. Sin embargo, presenta varias limitaciones: las desviaciones producidas sobre el valor medio considerado correcto son demasiado elevadas; y no siempre se cumple que la media del sector sea el correcto valor de las acciones. A veces, la inercia de los mercados lleva a sobrevalorar o infravalorar sectores completos, por ejemplo, en el caso de la burbuja de Internet del año 2000. Según Fernández (2005), la burbuja se caracteriza por desarrollarse en épocas de euforia, cuando parece que la única posible tendencia del mercado es a la alza. La burbuja se mantiene mientras existan inversores que tengan confianza en el crecimiento de la burbuja especulativa, esto es, inversores que esperan encontrar otros inversores confiados que comprarán el producto a un precio superior al que ellos lo adquirieron, hasta que llega el día

que estos inversores confiados dejan de existir, y el valor de las acciones vuelve a su valor fundamental. Este es el momento en el que se produce el pinchazo de la burbuja. La historia ha demostrado que las burbujas siempre terminan disipándose, y que se producen cada vez que existen avances tecnológicos importantes. Para no quedar atrapado por una burbuja, la única receta es no comprar nunca lo que parezca caro, aunque sea recomendado por alguien que dice ser experto.

2.3. Diferentes formas de valoración.

Castaño Guillen (2008) menciona que el valor de la empresa se ve influido por una multitud de factores relacionados con las personas (comprador, vendedor, gerentes y asesores de ambos), con el objeto de la valoración (compra-venta, comprobación de la creación de valor, comparación, etc.), y con las circunstancias exógenas que concurren.

Entre los factores que habitualmente están presentes en las valoraciones, se encuentran los siguientes:

- La justificación estratégica tanto del comprador como del vendedor para realizar la operación.
- La necesidad y urgencia con que ha de ser realizada la operación.
- Posibles sinergias que se producirán al anexar el nuevo negocio.
- Información sobre las posibilidades de desarrollo futuras del negocio.
- En el caso del comprador, y en relación al mercado, la posible escasez o abundancia de información sobre la empresa a adquirir.
- En el caso de empresas pequeñas, la falta de sucesión.
- Si el negocio se encuentra en apuros por declive, la búsqueda de su viabilidad.
- Las posibles modificaciones legislativas o reguladoras que influyan en los negocios de la empresa.
- Los cambios en las tecnologías, en los procedimientos y en los procesos.
- Modificaciones en los tipos de interés o de cambio.

La dificultad del proceso de valoración se entenderá mejor teniendo en cuenta el cúmulo de factores que concurren en ella; la expectativas de probabilidad sobre eventos conocidos; la incertidumbre asociada a los eventos desconocidos que el futuro imprime a ésta y que son parte

esencial en la aplicación de la metodología actual del valor; la cantidad y calidad de información de la que podamos disponer; el hecho de que la naturaleza humana suele ir acompañada de una inexorable visión optimista o pesimista sobre la empresa, que nos hace perder objetividad en nuestras percepciones haciéndonos mantener un comportamiento egoísta en la valoración. Por todo lo anterior, es necesario hacer un análisis riguroso de los datos de partida empleados y contrastarlos con varios métodos: comparaciones de valor de unas empresas con otras (método de valoración por múltiplos), de proyecciones financieras (método de descuento de flujos de caja) y de posibles opciones (método de valoración por opciones reales).

Siguiendo a Sanjurjo referenciado por Castaño Guillen (2008), en función de la situación en la que se produce la necesidad de la valoración y de las bases de aproximación y de análisis empleado podemos diferenciar los siguientes tipos de valor:

A) Valor de mercado. Es el precio que razonablemente se puede esperar de una sociedad en una operación de venta en un mercado libre, entre un comprador libre y un vendedor libre, ambos con un conocimiento similar sobre los negocios y los mercados en los que opera la sociedad, y actuando cada uno de ellos en su propio interés y beneficio.

En definitiva las condiciones que ha de darse para calcular de este valor son:

- Estar totalmente informado sobre el negocio y el mercado.
- Ser un inversor prudente.
- No tener limitación de recursos.
- Estar dispuesto a pagar el valor de mercado antes de dejar pasar la oportunidad.
- No tener circunstancias concretas que le hagan estar en situación de obtener sinergias o reconocer valores especiales.

B) Valor justo o razonable (*fair value*). Es el que determina el experto como tal, considerando el conjunto de condiciones que se producen en el contexto de la transacción, tratando en todo caso de ser equitativo y justo para ambas partes. Normalmente, se determina considerando y ponderando otras concepciones o bases de valoración: valor de mercado, el valor económico y el valor de los activos de la empresa.

Lo esencial de esta concepción es:

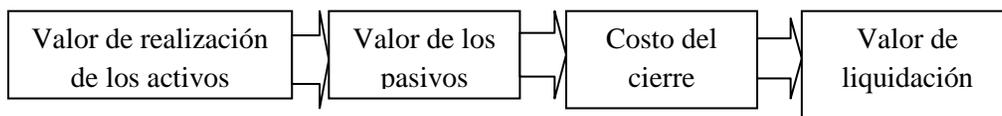
- Independencia del valorador, que deberá en todo momento intentar ser justo con las partes, atendiendo a las circunstancias de ambas.
- Normalmente es referido a una transacción que no se produce en el mercado abierto.

C) Valor económicos o valor para el propietario. Representa la compensación que requeriría por no poseer el negocio, incluyendo aquí compensaciones por cualquier consecuencia indirecta.

D) Valor de liquidación. Es una estimación del producto obtenido a partir del proceso de liquidación de una empresa, asumiendo que cesará la actividad del negocio.

En la figura 1 se observa que la estimación del valor de liquidación se realiza de acuerdo con el siguiente proceso:

Figura 1. Proceso de la estimación del valor de realización de los activos



Fuente: Elaboración propia (2010)

Muchas de las liquidaciones se realizan de forma urgente, por ser forzosas (quiebra, mandato judicial, subasta), otras por el contrario se efectúan con tiempo suficiente, por lo que el valor de estas últimas es sustancialmente superior a las primeras.

E) Valor acordado. Son valoraciones acordadas entre las partes para su ejecución futura, por lo que se fijan determinados procedimientos de valoración que normalmente están expresados a través de fórmulas matemáticas. Suelen hacer referencia a variables fundamentales del negocio (ventas, beneficio neto, flujos de caja, patrimonio neto, etc.).

Se realizan normalmente con la intervención de expertos independientes, al objeto de asegurar la imparcialidad y equidad.

F) Valor de los activos. El objetivo de esta modalidad es resaltar el valor subyacente de los activos que permiten la ejecución de la actividad del negocio.

Se utiliza fundamentalmente como soporte y garantía de los valores de mercado, aunque normalmente no se emplea de forma aislada.

G) Valor y flujo de caja. Es el valor obtenido a partir de la actualización de los flujos de caja que generará el negocio. Hoy en día es comúnmente aceptado que el valor de un negocio se encuentra fundamentalmente en los flujos de caja que pueda generar en el futuro. Frente a la volatilidad y vulnerabilidad del beneficio contable, el flujo de caja aparece como una variable mucho más difícil de manipular, no demasiado susceptible de interpretaciones y con mayor cercanía a la realidad.

H) Valoración de compañía cotizada. Las empresas cotizadas tienen un precio fijado por el mercado bursátil en cada momento que sirve de referencia para contrastar cualquier estimación efectuada por expertos. Las diferencias entre las estimaciones y el valor de bolsa pueden producirse por:

- Escaso volumen de acciones transmitidas en el mercado (*free float*)
- Movimientos especulativos.
- Falta de información al mercado por parte de la empresa de aspectos clave, conocidos, sin embargo, por el experto valorador.
- Impacto de aplicaciones y compras o ventas sucesivas provocadas por inversores institucionales o entidades financieras.

I) Valor de compañías no cotizada. La forma de valorar estas empresas y las cotizadas es prácticamente la misma. No obstante, hay diferencias:

- El problema de iliquidez. La facilidad para la enajenación de acciones es mayor para las empresas cotizadas que para las no cotizadas. Esta dificultad se acentúa cuando estamos tratando el caso de los accionistas minoritarios.
- Información pública comparable. El nivel de transparencia y de requerimiento de información pública de una sociedad cotizada es muy superior al de las empresas no cotizadas.

Sin duda, un apartado importante de la valoración es, si se trata de una participación con capacidad de control o no, o sea, mayoritaria o minoritaria.

La mayoría de las transacciones sobre acciones realizadas diariamente en bolsa se refieren básicamente a operaciones de compra-venta de paquetes minoritarios de acciones.

2.4. Inductores de Valor para la toma de decisiones de inversión empresarial.

Según Milla, A (2004) en la revista Estrategia, Business, Intelligence y finanzas corporativas, define la creación de valor para el accionista, como la ganancia derivada del exceso de la rentabilidad obtenida del capital invertido sobre las expectativas y considerada como uno de los objetivos primordiales de la empresa, se ha desarrollado durante los últimos años desde múltiples perspectivas; si bien todas ellas se basan en la teoría financiera del valor y en los principios del modelo de descuento de flujos de caja, que señala que el valor, expresado en términos económicos, es el valor actual neto (VAN) de los flujos de caja futuros esperados de una empresa.

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 cotizadas como no cotizadas) y su estimación a través del descuento de flujos de caja. Este planteamiento pone las bases necesarias para alcanzar un control riguroso por parte de los directivos y para potenciar el desarrollo y crecimiento sólido de las compañías.

Hay que recordar que los inversores 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 largo plazo. Orientar la gestión de la empresa hacia la creación de valor para el accionista, también denominada gestión orientada al valor o “Value Based Management” (VBM), se ha convertido en uno de los principales y novedosos temas de aplicación práctica en el mundo empresarial e investigación en el campo de las finanzas corporativas.

El mismo autor menciona que el VBM se centra, básicamente, en la gestión estratégica y operativa de la compañía bajo criterios de creación de valor para el accionista. Esta gestión y sus consecuencias en el medio y largo plazo tendrán, inevitablemente, su reflejo en el valor de la empresa.

Así, aunque hay múltiples definiciones del concepto de VBM, todas ellas tienen un denominador común: el objetivo primordial de la empresa es la creación de valor para sus accionistas.

Sin embargo, no es suficiente con orientar la gestión de la empresa hacia la creación de valor para el accionista; se hace necesario medir y cuantificar dicha creación de valor.

El concepto de creación de valor es, en esencia, verdaderamente simple: una compañía crea valor para sus accionistas cuando toma decisiones de inversión con valor actual neto (VAN) positivo.

Pero la creación de valor así definida no puede referirse a un período de tiempo concreto o limitado (no sostenible) ni tampoco a una situación estacionaria (sin crecimiento). Es necesario que dicha creación de valor aumente en el tiempo (a través del crecimiento y/o de la rentabilidad extra, expresada en términos de Retorno sobre la inversión de capital (ROIC, por sus siglas en inglés Return On Invested Capital), menos promedio ponderado de costo de capital (WACC, por sus siglas en inglés, *Weighted Average Cost of Capital*) sea mayor que cero ($ROIC - WACC > 0$) y que además sea sostenible en el tiempo.

La definición anterior nos permite identificar los tres inductores nucleares en la creación de valor para el accionista, los cuales deberían ser objeto de atención y gestión por parte de las empresas.

Tales inductores nucleares son los siguientes:

- Crecimiento (en términos de inversión, cifra de negocio o resultados operativos después de impuestos).
- Rentabilidad (expresada como rentabilidad extra y medida como Rendimiento sobre la inversión de capital menos promedio ponderado del costo de capital).
- Sostenibilidad o período de ventaja competitiva, entendida como el tiempo durante el cual una empresa está obteniendo un Rendimientos sobre la inversión de capital superior al promedio ponderado de costo de capital.

El concepto de período de ventaja competitiva se entiende mejor si consideramos que una empresa sólo será capaz de obtener una rentabilidad superior al mercado (WACC) si posee ventajas competitivas (no comparativas con otras empresas) que le provean de un ROIC superior al WACC.

El entendimiento de los inductores nucleares de valor nos da pie para identificar los objetivos estratégicos de cualquier compañía desde la perspectiva financiera; como serían el crecimiento sostenido de los ingresos (a través de la inversión), la obtención de flujos de caja

disponibles para las acciones (por encima de las expectativas de los inversores) y la consecución de una rentabilidad extra (ROIC-WACC).

Es importante señalar que el valor de una empresa depende del valor actual de los flujos de caja derivados de los activos actuales más el valor actual de los flujos de caja derivados de las oportunidades de crecimiento, lo que señala al crecimiento como el principal inductor en la creación de valor.

Pero, evidentemente, el crecimiento "per se" no crea valor, sino únicamente el crecimiento rentable o de calidad, aquel en el que la ROIC supera al WACC de forma sostenible.

Si tenemos claro que hay que luchar por estrategias creadoras de valor basadas en el crecimiento y la rentabilidad extra sostenibles en el tiempo, deberíamos ahora descender hacia la aplicación práctica de estos criterios.

Rappaport Alfred (1998) que define siete inductores financieros de creación de valor (sus siete inductores financieros están resumidos en nuestros tres inductores nucleares); a saber:

1. EBIT ("earnings before interest and taxes" o beneficios antes de intereses e impuestos, nuestro BAI).
2. Tasa impositiva (T).
3. Costo del capital (WACC).
4. Inversiones incrementales en activos fijos (AF).
5. Inversiones incrementales en necesidades operativas de fondos (NOF).
6. Crecimiento de la cifra de negocio (CN).
7. Periodo de sostenibilidad o de ventaja competitiva (o periodo de creación de valor).

Obsérvese que nuestro inductor nuclear de valor CRECIMIENTO está recogiendo los inductores 4, 5 y 6 de Rappaport; nuestro inductor nuclear RENTABILIDAD EXTRA está recogiendo los inductores 1, 2 y 3—la ROIC es el $EBIT(1-T)/\text{Capital Invertido}$; donde el capital invertido es $AF + NOF$ -; y nuestro inductor nuclear SOSTENIBILIDAD es el número 7. Obsérvese también que dichos inductores recogen el efecto último de las decisiones de explotación, inversión y financiación que se toman en la empresa y, en consecuencia, agotan la totalidad de las decisiones empresariales.

Así pues, si queremos en nuestra empresa crear valor para el accionista, debemos seguir los siguientes pasos:

1.- Mentalizar a la organización de que la creación de valor para el accionista es el objetivo primordial de la empresa. Creando valor para el accionista se crea valor para la empresa y para el resto de los “stakeholders” (proveedores, empleados, prestamistas de fondos, etc.). Esto está demostrado en diversas investigaciones empíricas.

2.- Establecer, desde la perspectiva financiera, como objetivos estratégicos de la empresa, el crecimiento, la rentabilidad extra y la sostenibilidad. Es importante resaltar aquí que, aunque estos objetivos se contemplen desde la perspectiva financiera (porque se miden en términos financieros), la consecución de los mismos es esencialmente no financiera. Es decir, la excelencia operativa, la organización motivada y formada, el valor aportado a los clientes, la marca, etc. son los verdaderos inductores de creación de valor en la empresa.

3.- Centrar la atención en los siete inductores de valor de Rappaport (estudiar las causas que provocan variación en los mismos, identificar los factores de mayor sensibilidad y tomar decisiones de explotación, inversión y financiación que contribuyan a su mejora).

Ya para concluir, debemos recordar que la gestión orientada al valor o VBM es toda una filosofía de creación de valor, comunicación, participación de la organización y medición que debe impregnarse a todos los niveles y que, en esencia, debe ser consistente con la visión, misión y la estrategia y objetivos estratégicos de la compañía.

En correspondencia, los generadores de valor en un negocio son el crecimiento de las ventas, el margen de utilidad en efectivo, la tasa de impuestos operativos en efectivo, el capital de trabajo neto para hacer crecer la empresa, los activos fijos, el costo promedio ponderado de capital ajustado por riesgo e inflación y periodo de ventaja competitiva. El proceso para toma de decisiones de inversión se logra con la aplicación de indicadores financieros desarrollados por la alta gerencia y compartidos a todos los niveles de la organización. Estos permiten el monitoreo de la estrategia de generación de valor, siendo determinante para detectar propuestas de inversión que contribuyan al crecimiento del negocio (Uriarte et al., 2002:12).

En opinión de Amat, (2002:18-33), los indicadores financieros que miden la creación de valor del inversionista y de la gestión de los directivos, con la finalidad de motivarlos en su desempeño, son los siguientes:

- 1) El precio de mercado de las acciones cotizadas en bolsa es el indicador principal de las empresas que son públicas. Su limitante es que hay variaciones en las cotizaciones, que

nada tiene que ver con la dirección del negocio, sino que son reflejo de los sentimientos del mercado, además de que pocas empresas cotizan en bolsa de valores.

- 2) La utilidad por acción resulta de dividir la utilidad neta de la empresa entre el número de acciones. La utilización de este indicador puede inducir a la gerencia a realizar exceso de inversiones en activos, además de motivar la competencia desleal de fondos en la empresa por las unidades de negocios, con el único objetivo de maximizar utilidades sin conocer si los rendimientos de inversiones son superiores a los costos.
- 3) Los dividendos por acción están relacionados con los criterios contables y de la dirección de la empresa. Ha sucedido que empresas que obtienen pérdidas operativas pagan dividendos con sus reservas de capital, o con préstamos bancarios, pues consideran que el hecho de no pagar dividendos puede ser mala señal para el mercado. Por el contrario, Fernández (2005) afirma que hay evidencia empírica de que en las empresas en las que se paga mayores dividendos éstos no se ven reflejados en la cotización de sus acciones, pues se parte de que, una empresa que reparte dividendos a sus accionistas dejó de invertir en su empresa y no generó valor en la misma. La teoría tradicional apoya este último enfoque y la teoría moderna el primero. Sería indispensable el conocer que sucede con las empresas dentro del entorno mexicano.
- 4) Un indicador más de creación de valor es el de flujo de caja libre; éste se calcula con la utilidad antes de intereses e impuestos (UAI), menos impuestos, más depreciaciones, menos inversiones en activos fijos, menos inversiones en capital circulante. Esta medida marca la liquidez que tiene la empresa. Su inconveniente consiste en la utilidad, que en ocasiones puede maquillarse por el contador, además de que puede animar al endeudamiento más de lo recomendable y retrasar inversiones en activos que no se recuperen en el corto plazo.
- 5) La rentabilidad del activo (ROI, por sus siglas en inglés, Return On Investment) es un indicador muy utilizado para medir la creación de valor para los accionistas. Resulta de dividir la utilidad antes de intereses e impuestos entre el activo total. Su principal desventaja es la reducción de las inversiones en activos rentables por cuidar sólo el aumento de este indicador. Esto puede perjudicar el valor de la empresa en el largo plazo.

- 6) La rentabilidad del patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés, Return on Equity) es un indicador utilizado para gestión empresarial. Su cálculo se hace dividiendo la utilidad neta entre el capital contable. A diferencia del ROI, permite al empresario actuar como accionista, pues se pueden valorar las inversiones cuya rentabilidad supere el costo de oportunidad de los accionistas, aunque utilizar la utilidad neta es una desventaja, pues es un dato contable en ocasiones sobrevalorado.

Debido a las limitaciones de cada uno de los indicadores tradicionales para la medición financiera, Amat (2002) propone el EVA, ya que puede calcularse en cualquier empresa y no solo para las que coticen en bolsa; además se puede aplicar a distintas unidades de negocios. Considera todos los costos financieros y de oportunidad, el riesgo con el que opera el negocio y, de manera adicional, desanima prácticas que afecten tanto en el corto o largo plazo; por tanto, puede aminorar cuestiones contables perjudiciales para la creación de valor económico.

En 1986, Alfred Rappaport, en la publicación *Creating Shareholder Value* introdujo el modelo del flujo libre de efectivo (*Free Cash Flow*) que mostraba como las técnicas normales del flujo de efectivo descontado podían ser adaptadas dentro de un marco del valor para los accionistas. Esto continuó en 1987 con un libro menos conocido llamado *managing for Value de Bernard Reinnman*, algunas de sus ideas fueron posteriormente desarrolladas en el enfoque del rendimiento en efectivo de las inversiones, *Cash flow Return On Investments (CFRROI)*.

En opinión de Stewart Bennet (2000), el EVA es: una manera acertada de medir los resultados de una compañía. El EVA es una medida de utilidad real, después de deducir todos los costos que implica la operación de un negocio, incluido el costo de utilizar el capital aportado por accionistas. Una medida que elimina algunas distorsiones que pueden impulsar a los ejecutivos a tomar decisiones absurdas para mejorar las cifras contables. Un caso clásico es el del gasto en investigación y desarrollo, que en la contabilidad tradicional se carga como un gasto pero realmente es una inversión en el futuro. Bajo el sistema EVA se le considera una inversión y, por lo tanto, motiva a los ejecutivos a destinar recursos a la investigación si piensan que éstos traerán beneficios en el largo plazo y al mismo tiempo se les hace responsables de que estos beneficios se materialicen.

Según Stewart Bennet (2000:206), el Valor de Mercado Añadido (VMA) mide las expectativas de una empresa. La fórmula del valor de mercado añadido es igual al valor de mercado menos el capital. O bien, VMA es igual al número de acciones en circulación (precio

o valor de mercado de la acción menos el valor contable económico). En cualquier punto en el tiempo, es igual al valor actual actualizado de todo el EVA que una empresa puede esperar que genere en el futuro, por lo que es frecuente que un cambio en el VMA anticipe un cambio subsiguiente en el EVA.

Kaplan y Norton (2002:21) proponen la valoración de la estrategia empresarial, con el objeto de conocer el desempeño y los resultados de la misma. Para ello, se sugiere implementar un Cuadro de Mando Integral (CMI), conocido como Balanced Scorecard, que incluye los objetivos e indicadores derivados de la visión y estrategia de una organización al contemplar la actuación empresarial desde cuatro perspectivas: financiera, del cliente, proceso interno, de formación y crecimiento.

La construcción de un CMI de una organización puede alcanzarse por medio de un proceso sistemático de consenso y claridad sobre la forma de traducir la misión y la estrategia de una unidad en objetivos e indicadores operativos.

Cabe señalar que el EVA está siendo aplicado como un indicador financiero del CMI; sin embargo, se recomienda que el objetivo estratégico principal sea la creación de valor económico para que la interrelación de ambos modelos pueda dar buenos resultados.

Hoy día, las empresas innovadoras están utilizando el CMI como un sistema de gestión estratégica de largo plazo. El enfoque de medición permite clasificarla para comunicarla a la organización, vincular los objetivos estratégicos con los presupuestos anuales y de largo plazo, hacer revisiones periódicas y aprender sobre la táctica para mejorarla. Esta propuesta resulta interesante en el sentido de que los mayores problemas en las entidades económicas que desarrollan planeación estratégica se presentan en el momento de su aplicación y control.

Por otro lado, Stern y Shiely (2002) afirman que el EVA es una medida del verdadero desempeño económico de una empresa. En su opinión, un programa EVA, comprende tres aspectos: un sistema de medición, un sistema de incentivos y un sistema de administración financiera.

Conceptos similares al EVA son el GEO (Generación Económica Operativa) y el RION (Rendimiento de la Inversión Operativa Neta). Afirma Fernández (2005) que este modelo es una medida de gestión y desempeño para conocer si las decisiones financieras de los altos ejecutivos están generando valor en las compañías, además, considera que en las firmas

mexicanas es más sencillo monitorear el desempeño a través del GEO. La mecánica de cálculo del EVA y GEO da el mismo resultado y ambos son de fácil aplicación al caso mexicano.

Fernández (2005:454) afirma que el EVA no mide la creación de valor en cada periodo, pues no se puede cuantificar la creación de valor en un periodo basándose en datos contables, ya que el valor siempre depende de las expectativas.

La creación de valor para el accionista resulta de analizar el incremento del valor de las acciones en una empresa por encima de la rentabilidad exigida. Aumenta al hacer proyectos de inversión con rentas esperadas mayores al costo de los recursos empleados. También, si se da un cambio de estrategia y es apreciado positivamente por el mercado – en caso de empresas públicas - , provocando que suba la cotización de la acción. El valor siempre depende de las expectativas positivas que se tengan respecto de una inversión. Así pues, para lograr una adecuada valoración de inversiones a largo plazo, es preciso analizar los flujos de caja futuros, la tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo y el riesgo de los mismos. También es importante considerar la aplicación del sentido común, producto de la experiencia y la intuición, como clave para toma de decisiones eficientes (Fernández, 2005:55).

En afinidad con lo mencionado por Fernández, el autor Eppen et al. (2000:7) asegura que el uso adecuado de modelos de decisiones de inversión depende del buen juicio administrativo y de la intuición, pues estas desempeñan un papel importante en el reconocimiento del problema y en la formulación de un modelo.

Cuando se adoptan decisiones de inversión real acertadas, se induce a incrementar el valor del negocio. Las variables que determinan estas decisiones son: inversión inicial y flujos de caja futuros en los negocios, en tanto que las medidas de evaluación son las que consideran inherentemente el valor del dinero en el tiempo. Entre las más comunes están el valor anual equivalente (VAN), valor futuro, razón beneficio – costo y tasa interna de retorno, entre otras (Blank y Tarquín, 2001).

En suma, los temas de administración financiera orientadas al valor, según Stewart Bennett (2000), intentan identificar la mejor manera de medir la maximización del valor del accionista para la toma de decisiones gerenciales. De ahí se desprende lo siguiente: un negocio crea valor cuando la rentabilidad obtenida en un periodo determinado es mayor al costo de los recursos invertidos en el mismo. Al conseguirlo, se obtiene un mayor valor para la empresa. Los factores estratégicamente clave de creación de valor empresarial son:

- I. La maximización de valor de la compañía. Aumento en las ventas y disminución en costos y gastos.
- II. Desinvertir cuando sea estrictamente necesario. Por ejemplo, reducir cartera, inventarios y activos fijos improductivos, pero sin descuidar la calidad en el producto y servicio al cliente. Aumentar la rotación de activos fijos y circulantes para generar más ingresos sin necesidad de adquisiciones de inversiones. Alquilar equipos productivos, en lugar de comprarlos, reducir el plazo de cobro de clientes, los saldos de tesorería, con el objeto de mantener el rendimiento con menos inversión.
- III. Analizar las inversiones que sean viables para el negocio, es decir, que rindan más que los costos de capital.
- IV. Reducir la carga fiscal con una buena planeación y tomando decisiones que maximicen las desgravaciones y deducciones fiscales.
- V. Disminuir el riesgo del negocio, reflejado en un mayor posicionamiento y participación en el mercado, lo que se manifestará en la disminución del costo de los recursos.
- VI. Reducir el costo promedio de capital, aunque regularmente este fuera del alcance de muchos directivos. Sin embargo existe la capacidad de negociación.

2.5. Enfoques de valuación empresarial.

La administración orientada hacia el valor es el conjunto de técnicas con las cuales las empresas pueden ser analizadas, reorientadas y administradas con el propósito de crear valor. En términos económicos, se crea valor cuando el rendimiento del capital – utilidades entre capital invertido – excede el costo de dicho capital (Uriarte et al., 2002:2).

La administración orientada en el valor de las empresas se encuadra en los siguientes tres puntos:

1) Crecimiento y pulverización del capital privado

Dependiendo de sus circunstancias, los individuos toman diferentes decisiones en cuanto a invertir en diversas combinaciones de rendimientos y de riesgos, pero con un enfoque de largo plazo. Con frecuencia, invierten en el capital de las empresas, ya sea directamente o mediante fideicomisos o fondos mutuales. Esto ha conducido a un enorme crecimiento de los mercados de capital, principalmente en países como Estados

Unidos, Reino Unido y Japón, como parte de un fenómeno mundial. Una buena proporción de este crecimiento se ubica en instituciones de fondo de pensiones, las cuales, como es entendible, esperan maximizar sus fondos y, por ello, demandan la creación de valor de las empresas en que invierten.

2) La globalización de los mercados

La globalización de los mercados ha permitido a las empresas competir internacionalmente por clientes, productos, empleados y capital. La atracción de capital es tomada como el mejor criterio en la medición de creación de valor para los accionistas.

3) La revolución de la información

La cantidad y calidad de la información disponible hoy para los inversionistas son muy superiores a la que había hace diez años, ya que empresas como Reuters y Bloomberg ofrecen información en línea sobre los mercados. Las empresas que han elegido la ruta de revelar información de manera regular obtienen capital a más bajos costos que las que se mantienen en privado (Uriarte et al., 2002:4-6).

Por otro lado, la teoría del valor para el accionista toma vida propia a partir de los trabajos hechos en el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Mode*), es decir, Modelo de Fijación de precios de Activos de capital. En esencia, este modelo sostiene que los rendimientos recibidos por los inversionistas están relacionados con el riesgo incurrido por poseer determinados activos financieros.

La práctica y teoría general de valuación se ha desarrollado históricamente alrededor de tres diferentes enfoques de valuación. El enfoque de mercado, el enfoque de ingresos y el enfoque de costos según PriceWaterHouseCoopers (2002). A continuación mencionaremos los diferentes enfoques referenciados por esta firma:

a) Enfoque de mercado

Es la técnica de valuación por medio de la cual los valores se determinan con base en los valores reales a los que se estén realizando transacciones recientes de empresas similares, o bien con base en los valores de empresas que cotizan en bolsa.

El proceso es esencialmente de comparación y correlación del capital invertido de la empresa sujeta a estudio con el de empresas similares.

Para determinar el grado de comparabilidad de las diferentes empresas que cotizan en bolsa, se consideran diversos factores, como similitud de sus líneas de negocios, estructura de capital, volúmenes de ventas, así como el valor y la tendencia en sus utilidades.

La aplicación de este enfoque de valuación requiere de la determinación de diversos tipos de múltiplos con base en las empresas o transacciones comparables con la empresa en cuestión. Estos múltiplos de valuación pueden observarse en la tabla 9:

Tabla 9 .Múltiplos de valuación de capital invertido y capital contable:

	Múltiplo
Para valuar el capital invertido	-VMCI / Ingresos -VMCI / UAFIDA o EBITDA -VMCI / UAFI o EBIT
Para valuar el capital contable	-P / Utilidad Neta -P o VMCC / Utilidad antes de impuestos -P o VMCC / Valor en libros

Fuente. Elaboración propia con base en PriceWaterHouseCoopers (2002)

Dónde:

VMCI = Valor de mercado del capital invertido

UAFIDA o ETBIDA = Utilidad antes de financieros, impuestos, depreciación y amortización.

UAFI o EBIT = Utilidad antes de financieros e impuestos.

P o VMCC = Precio o valor de mercado del capital contable.

b) Enfoque de ingresos

Es la técnica de valuación mediante la cual el valor de la empresa se determina con base en los flujos netos de efectivo después de impuestos, disponibles para los accionistas, que una empresa espera generar en el futuro, descontados a una determinada tasa en donde se ponderen niveles de riesgo e incertidumbre de la inversión. Para la determinación de los valores basados en resultados futuros se requerirá contar con cifras y tendencias proyectadas que definan los flujos futuros de la empresa.

La aplicación de este enfoque comprende cinco etapas principales:

1. Estimar los flujos futuros para un periodo de proyección determinado. Este periodo de proyección dependerá de las circunstancias específicas de la empresa sujeta a valuación, de la información disponible y del periodo estimado para lograr estabilidad en ingresos o beneficios futuros;
2. Descontar los flujos a valor presente, con base en una tasa de retorno que considere el riesgo relativo de alcanzar dichos flujos y el valor del dinero en el tiempo;
3. Obtener el valor residual de los flujos de efectivo después del periodo de proyección. Valor residual se refiere al valor terminal de la empresa después del periodo de proyección y asumiendo una premisa de negocio en marcha y determinado bajo condiciones de continuidad de las operaciones de la empresa. Se utilizan diferentes técnicas para determinar el valor residual de una empresa, destacando el uso de la técnica de perpetuidad, determinada está en condiciones de estabilidad, de crecimiento o de decrecimiento esperado. Otras alternativas menos comunes son el uso de múltiplos a valores netos de liquidación de los activos propiedad de la empresa al final del periodo de proyección utilizado;
4. Sumar el valor presente del valor residual más el de los flujos del periodo de proyección para obtener el valor de mercado de las acciones; y
5. Aplicar los ajustes por descuentos y/o premios requeridos en las circunstancias específicas.

Este enfoque de valuación es el utilizado con mayor frecuencia en la actividad de fusiones y adquisiciones, por los niveles de precisión a los que se puede llegar. Sin embargo, es también el que mayor esfuerzo y grado de dificultad plantea en economías como la mexicana en donde los mercados de capitales se encuentran en proceso de maduración y en donde existen relativamente pocas empresas que cotizan en el mercado de valores que pudieran ser comparables a la empresa en cuestión, y más aunque no se cuenta con información pública suficiente de transacciones entre particulares. Este enfoque es prácticamente el único camino para lograr un grado de precisión suficiente para soportar la transacción.

La siguiente tabla presenta de manera esquemática la determinación de valor aplicando el enfoque de ingresos:

Tabla 10. Determinación de valor aplicando el enfoque de ingresos:

Enfoque de ingresos	FLUJOS OPERATIVOS									
<u>Flujo de efectivo operativo</u>										
	Año-4	Año-3	Año-2	Año-1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	
- Ventas										
(-) Costos directos e indirectos										
(-) Gastos de operación										
(=) utilidad de operación										
(+) Depreciación										
(-) Impuestos operativos										
(-) Inversión en capital de trabajo										
(-) Inversiones en activo fijo										
(=) Flujo operativo a pesos de cada año										
Flujos operativos a valor presente										
(+) <u>Valor residual</u>										
(=) Valor de la empresa										
(-) <u>Deuda con corto y + activos no operativos</u>										
(=) Valor del capital contable										
(-) <u>Ajustes por minoría o liquidez</u>										
(=) Valor de mercado del capital contable										
	<p>tasa de descuento: Rendimiento libre de riesgo</p> <p>) Premio por riesgo vinculado con el riesgo específico del negocio</p> <p>) Riesgo país</p>									

Fuente: Elaboración propia con base en PriceWaterHouseCoopers (2002).

3) Enfoque de costos

Técnica de evaluación que utiliza el concepto de reemplazo como indicador de valor. Este enfoque es el método de evaluación menos apropiado para valorar una empresa, ya que el resultado solamente refleja el nivel de las inversiones realizadas y no considera las perspectivas futuras de la misma; por ello, normalmente se utiliza cuando no se pueden aplicar otros métodos.

Estas son herramientas que un valuador podrá seleccionar para concluir un valor.

Por lo general, al menos uno de estos enfoques es utilizado para evaluar las acciones de una empresa; sin embargo, raramente se utilizan los tres enfoques para establecer un valor.

En resumen, las metodologías y técnicas de cada enfoque, mencionados en PriceWaterHouseCoopers (2002) son las siguientes:

1) Mercado:

- Con base en empresas comparables
- Con base en transacciones comparables
- Reglas de dedo

2) Ingresos:

- Descuento de beneficios económicos futuros
- Capitalización de utilidades, o flujos de efectivo
- Utilidades excedentes
- Opciones reales

3) Costos:

- Valor neto de activos
- Valor de liquidación

La aplicación integral de los tres enfoques resulta útil en el momento de valorar una empresa. A continuación mencionaremos de manera general los datos necesarios para hacer un trabajo de valuación (Uriarte et al., 2002:50-52).

1.- Datos internos:

A) Información relacionada con la empresa

- Estados financieros internos auditados para un periodo razonable (por ejemplo, tres o cuatro años); este periodo dependerá de cada caso.
- Declaraciones de impuestos.
- Presupuestos y proyecciones financieras para los próximos años.
- Información financiera detallada, relacionada con ventas o ingresos, costos o gastos, activos y pasivos.

B) Legal

- Contratos importantes, como alianzas estratégicas, pasivos financieros, arrendamientos, proveedores o clientes, personal clave en la administración, patentes y marcas, entre otros.
- Acta constitutiva y documentos relacionados con la disposición de las acciones.
- Documentación relacionada con litigios pendientes de resolución, así como de ingresos o costos contingentes.

C) Operativa y de otro tipo:

- Información relacionada con la historia y operaciones de la empresa.
- Organigrama y estructura organizacional.
- Información relacionada con transacciones que involucraron las acciones de la empresa.
- Copias de folletos en donde se describan sus productos y servicios, canales de venta, distribución, etcétera.
- Planes estratégicos.
- Plantilla de personal, así como de lista de sueldos pagados a directores o administradores generales.
- Avalúos de activos fijos hechos con anterioridad.

2) Datos externos

A) Información relacionada con la economía

- PIB en general y sectorial
- Tasas de inflación
- Tasas de interés
- Tipo de cambio
- Comportamiento de sueldos y salarios
- Tasas de empleo y desempleo
- Oferta y demanda interna de bienes y servicios
- Niveles de consumo privado
- Balanza comercial

B) Industria o mercado

- Situación actual o característica
- Competencia
- Ventas
- Participación de mercado
- Consumo
- Producción
- Importación y exportaciones
- Índices de rentabilidad
- Proyecciones y perspectivas futuras

C) Otra información relevante

En caso de utilizar el enfoque de mercado para desarrollar el análisis de valuación, será necesario obtener información financiera de empresas comparables o similares a la empresa en cuestión que coticen en el mercado de valores, así como transacciones recientes de compra y venta de empresas similares, independientemente de que coticen en el mercado de valores.

En la mayor parte de los casos, las empresas no cuentan con información financiera dictaminada, lo que complica en parte, el desarrollo de los enfoques mencionados. De igual manera, la ineficiencia de los mercados en México no permite contar con datos oportunos y confiables para una completa aplicación de los factores indicados.

2.6. Modelos de valuación y toma de decisiones de inversión empresarial.

Los modelos de decisión en la empresa están supeditados a su estructura organizacional. En niveles gerenciales, son útiles como instrumentos de planificación estratégica: ayudan a hacer pronósticos, detectar oportunidades de inversión y disminuir riesgos e incertidumbres de una manera dinámica, en tanto que en niveles inferiores se desarrollan para la operación de las actividades productivas de las empresas.

El proceso consiste en la identificación y elección de un curso de acción para tratar un problema concreto o aprovechar una oportunidad. Un ejemplo de proceso de solución de problemas de asignación de capital radica en los siguientes pasos: entender el problema y la meta, descripción de cada alternativa – el costo inicial, vida útil esperada, ingresos y gastos anuales estimados, valor de salvamento proyectado, flujos de efectivo durante algún periodo, estrategias de financiación, leyes tributarias, tasas de interés, medida de valor seleccionada para la evaluación y análisis de los asuntos no económicos. Con base en consideraciones del entorno (Blank y Tarquin, 2001:518).

Las propuestas de inversión pueden provenir de varias fuentes o áreas empresariales. Con fines de análisis, los proyectos pueden clasificarse en una de las siguientes categorías: nuevos productos o expansión de los existentes, reposición de equipos o edificios, investigación y desarrollo, exploración, capacitación, procesos, diseño de una nueva industria o mejoramiento de la industria antigua e inversiones con fines estratégicos, entre otros.

El diseño de un modelo para decisiones empresariales deberá estar a cargo del dueño de la empresa, gerente, director o administrador; es decir, de la persona que haga uso del mismo. Su participación le permitirá entender de fondo el problema y detectar soluciones óptimas a través de un análisis interpretativo, con base en la información que arroje el modelo y de su experiencia (Eppen et al., 2000:7).

Los modelos de valor empresarial presentados a continuación son aplicados para la toma de decisiones de inversión, según el principio del valor del dinero a través del tiempo, medido con el valor presente neto, considerando el descuento de flujos futuros.

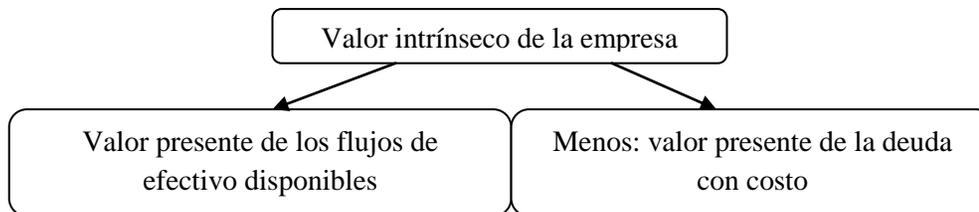
2.6.1. Flujo de Efectivo Disponible (FED).

El modelo de flujo de efectivo disponible es uno de los principales modelos de valuación de empresas en el medio financiero. Este modelo determina el valor de la empresa por la capacidad de generación de flujos de efectivo y no por sus utilidades. En este sentido Carballo (1995:34) señala que el valor de la empresa aplicando este modelo depende de la capacidad de la misma de generar efectivo, el cual se puede conocer determinando los flujos de efectivo operativos.

Por esta razón este modelo centra su atención en el cálculo y análisis de los “generadores de valor”, que son los que crean valor dentro de la empresa y por lo tanto generan los flujos de efectivo necesarios para la operación de la misma.

En la figura 2 se observa que la esencia de este modelo es que el valor del capital propio de una empresa (valor intrínseco), es igual al valor presente de los flujos de efectivo disponibles, menos el valor presente de los flujos pagados a todos los acreedores (deuda con costo) de la empresa (Coppeland et al. 1994:132).

Figura 2. Elementos del valor intrínseco de una empresa



Fuente: Elaboración propia (2011)

Para implementar el modelo de flujo de efectivo disponible para la valuación de empresas es necesario llevarlo a cabo en las siguientes etapas:

1. Determinar el flujo de efectivo disponible
2. Calcular la tasa de descuento apropiada
3. Calcular el valor continuo (Esto bajo el supuesto de que la empresa es un negocio en marcha y seguirá reflejando flujos indefinidamente)

Respecto de la determinación del flujo de efectivo algunos analistas usan el EBITDA como sustituto del mismo. Sin embargo King (2002:21) advierte de las serias deficiencias que esto implica:

- El interés y los impuestos representan una prioridad que debe ser pagada virtualmente antes que ninguna otra cosa. Por tanto, EBITDA no es una medición de flujos de caja discretos.
- EBITDA suma otra vez el gasto de depreciación y amortización de activos previamente capitalizados. La actual aplicación contable indica que es un cargo no hecho en efectivo. Pero, ¿Cuántas compañías pueden seguir adelante sin efectuar nuevos desembolsos de capital? EBITDA no considera esta situación.
- EBITDA desestima completamente los requerimientos de caja por el crecimiento de cuentas por cobrar e inventarios. Si una compañía está creciendo necesitará más inversión en estos rubros.

Saavedra, (citado por Bernal, 2009, p. 73), hizo una investigación sobre la identificación del modelo de valuación empresarial, que se correlaciona mayormente con el precio de mercado de la acción, para lo que aplicó los modelos FED, EVA y Black & Scholes a empresas que cotizan en la bolsa de valores (BMV) en el periodo 1991-2000. Los resultados para el sector alimentos, bebidas y tabaco mostraron que hay una relación alta entre los valores calculados con los modelos y el precio de mercado. El coeficiente que muestra la más alta relación entre los valores calculados y el precio de mercado es el modelo FED con una correlación de 0.86; el EVA 0.58, y B & S 0.67. Por lo anterior, recomienda el modelo FED para determinar el valor de una empresa.

El modelo FED considera las siguientes variables:

- Flujo de efectivo, que es el excedente de efectivo que genera la empresa.
- Tasa de crecimiento, que es la razón de crecimiento anual de la empresa.
- Tasa de descuento, que es la tasa del CCPP.

La medición de las variables se desarrolla a continuación:

- a) Flujo de efectivo= Utilidad de operación + Depreciación y Amortización – Impuestos

Indicador: miles de pesos

- b) Tasa de crecimiento= Crecimiento de ventas de cada empresa.

Indicador= porcentaje

c) Tasa de descuento= CCPP

Indicador: porcentaje

d) Flujo de efectivo disponible

1. Proyectar el flujo de efectivo actual con la tasa de crecimiento de las ventas.
2. Descontar los flujos con la tasa CCPP.
3. Calcular el valor de la empresa como la suma de los flujos de efectivo disponible, descontados a la tasa del CCPP.

Formula:

$$VE = \text{Sumatoria } FE / (1 + i)^n$$

Dónde:

VE = Valor de la empresa

FE = Flujo de efectivo disponible

i = CCPP

Este modelo propuesto no incluye el valor residual de los flujos de efectivo después del periodo de proyección, aplicando las técnicas de perpetuidad, por la escasa o nula información pública para lograr la estimación. De igual manera no se consideran ajustes por descuentos o premios requeridos según las circunstancias.

2.6.2. Valor Económico Agregado (EVA).

Según Amat (2000) El EVA podría definirse como el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el coste de oportunidad del capital y los impuestos. Por tanto el EVA considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial.

En otras palabras, el EVA es lo que queda una vez que se han atendido todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. Por tanto, se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera el costo de oportunidad de los accionistas.

Según Stewart Bennett (2000), es un indicador fundamental de la actuación empresarial, su cálculo es la diferencia entre el rendimiento del capital y su costo, multiplicándolo por la inversión total promedio. Es el beneficio residual que queda después de los beneficios de

operación y que cubren el costo de capital. El rendimiento sobre el capital es un indicador de rentabilidad periódica, después de impuestos, y en efectivo, obtenida en el negocio; su cálculo es el BAIDI – conocido también como *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) y Utilidad Neta Operativa Después de Impuestos (UNODI)- dividido por el capital total promedio. El costo de capital es la tasa mínima de rendimiento sobre el capital requerido para compensar a los inversores en deuda y acciones por correr el riesgo. Es el tipo de interés mínimo de inversión para crear valor.

Se crea valor cuando se ofrece un producto diferenciado a satisfacción del cliente, que genere ventas mayores al costo total de inversión. Depende del rendimiento actual y del de desarrollo de la competencia central para generar valor en el futuro. El método más idóneo para calcularlo es el EVA. Es un indicador de la administración financiera de un negocio que funciona para medir el desempeño, pues relaciona la valuación estratégica a futuro, los pronósticos de inversiones de capital y los procesos presupuestales. También indica donde establecer objetivos y metas, fijar incentivos, información para los inversionistas y para la preparación de pronósticos de inversiones de capital y valuaciones diversas.

La fórmula del EVA es la siguiente:

$$\text{EVA} = \text{BAIDI} - (\text{CE} \times \text{CCPP})$$

BAIDI = Beneficio antes de intereses y después de impuestos

CE = Capital empleado

CCPP = Costo de Capital Promedio Ponderado

A continuación, se describe cada una de sus partes:

I) Beneficio Antes de Intereses y Después de Impuestos:

Está compuesto por los ingresos de operación sin intereses ganados, dividendos y otros ingresos.

Formula:

$$\text{BAIDI} = \text{Ventas} - \text{Gastos de operación} - \text{impuestos ajustados}$$

Para su cálculo, no se consideran los gastos financieros, como tampoco otros gastos y otros productos que no estén relacionados directamente con el negocio.

II) Costo de Capital Promedio ponderado

Según Besley y Brigham (2011) el costo de capital promedio ponderado representa simplemente el costo promedio de cada unidad monetaria de financiamiento, sin importar su

fuerza, que la empresa utiliza para comprar activos. Representa el rendimiento mínimo aceptable que la empresa necesita obtener sobre sus inversiones (activos) para mantener su nivel de riqueza actual.

Según Bernal (2009) es el costo de las fuentes de financiamiento de la empresa. Se refiere al total de recursos permanentes con costo, es decir, pasivo de largo plazo y capital contable. Su cálculo debe de ser en términos reales; eliminando el efecto de la inflación y después de impuestos. Es resultado de la suma del costo ponderado de la deuda y el costo ponderado de los accionistas o capital contable.

Se considera para el análisis del costo ponderado de la deuda, el pasivo con costo explícito, como pueden ser las tasas de interés efectivas que se cobran por cada uno de los pasivos, pudiendo ser créditos bancarios, obligaciones y papel comercial. Se debe encontrar el costo promedio ponderado de los pasivos por el monto de cada uno después de impuestos.

El costo ponderado de los accionistas es también llamado costo de capital; está relacionado con el costo de oportunidad de inversiones y riesgo asumido. Es la rentabilidad esperada que el accionista tiene por haber invertido y dejado sus recursos en la empresa.

El modelo más utilizado para estimarlo es el CAPM (Rendimiento de Costo de Capital Accionario), conocido como modelo de Valuación de Activos de Capital – relación entre riesgo y rendimiento -. La fórmula del modelo es: $K_i = TLR_a + \beta (RM - TLR_h)$, donde:

K_i = Rentabilidad exigida por la acción.

RM = Rentabilidad promedio histórica del mercado.

TLR_a = Tasa libre de riesgo. TLR, sobre la deuda del gobierno.

TLR_h = promedio histórico de la tasa libre de riesgo.

β = Es un factor que mide la sensibilidad entre la rentabilidad de la acción y la del mercado; es decir, indica cuanto rinde la acción por cada punto que rinde en el mercado.

El coeficiente Beta es un indicador de riesgo, el cual refiere el mercado accionario en particular y contribuye a la toma de decisiones en la conformación de los diferentes portafolios de inversión, por tanto, este coeficiente es un indicador del riesgo sistemático, o del mercado de acciones, para establecer que tan sensible es la rentabilidad de una acción cuando se hay cambios en la rentabilidad del mercado.

Los valores de Beta pueden ser también de valor negativo. Cuando el valor de Beta para una acción es igual a 1 ($\beta = 1$) significa que los rendimientos de esta varían de manera

proporcional a los rendimientos del mercado, es decir, que las acciones tienen el mismo rendimiento que el mercado.

Una Beta mayor que 1 ($Beta > 1$) significa que el rendimiento de la acción varía de manera más que proporcional al rendimiento del mercado, y menor que 1 ($Beta < 1$) significa que la acción varía de manera menos que proporcional al mercado. Los resultados con Beta menores de 1 son posibles y representan una relación inversa, manteniendo la proporción que éste indica respecto del mercado, pero no son muy comunes, en especial si se trata de mercados desarrollados y perfectos.

Basados en la teoría de que un portafolio adecuadamente diversificado llega a un valor de riesgo no sistemático de cero, medir el riesgo sistemático se convierte en elemento fundamental si se desea controlar la relación riesgo-rendimiento de un portafolio.

El coeficiente de determinación R- cuadrado indica la proporción de riesgo de la acción que está siendo explicada por el mercado, es decir, la cantidad de riesgo sistemático que contiene el rendimiento de cada acción. Sus posibles valores van de 0% a 100%.

Cuando tenemos valores altos de este indicador, los resultados de Beta se hacen más confiables, en especial si se desea hacer con él una estimación condicionada del rendimiento futuro de la inversión en una acción. La volatilidad corresponde, en un lapso determinado, a la variabilidad que presentan los rendimientos mensuales de las acciones respecto de su promedio. Proporciona una estimación del riesgo total de cada acción, medida con desviación típica anualizada.

El coeficiente Beta permite medir el riesgo sistemático de una acción, Corresponde a la cantidad de movimiento en la rentabilidad de una acción y el rendimiento del mercado. El Beta corresponde a la pendiente de la recta de regresión entre los rendimientos del mercado y de la acción y representa la sensibilidad de la acción ante variaciones en el mercado.

El coeficiente Beta resulta del promedio ponderado de los Beta de las acciones de un mismo sector económico. La ponderación corresponde a la participación que tiene el número de acciones en circulación de la sociedad, en la sumatoria total de las acciones en circulación de todas las empresas que componen cada sección. Por lo que el CAPM es la rentabilidad mínima que un inversionista debe de obtener por invertir su dinero en la acción, es lo que está pagando la deuda del gobierno, más un premio por el riesgo que se corre. Este premio está principalmente en función de la Beta, que indica la sensibilidad de la acción respecto del total

del mercado. Por ejemplo, si es muy poco sensible, normalmente la Beta será inferior a uno, y si es muy sensible, la Beta será alrededor de dos.

Retomando la fórmula del CAPM:

El costo de capital accionario o costo de oportunidad es igual a:

$$\text{CAPM} = R_f + \text{beta} \times (R_m - R_f)$$

Significado de siglas:

CAPM= Rendimiento de Costo de Capital Accionario

Rf= Tasa libre de riesgo

Rm= Tasa promedio de mercado

B= Beta del sector

Se busca determinar una tasa empresarial en función de tres variables: la tasa de instrumentos libres de riesgo, la tasa promedio de mercado y un factor de riesgo de la industria o sector al que pertenece cada empresa.

En México, la tasa libre de riesgo, es normalmente el rendimiento promedio de la tasa de deuda del gobierno federal. Se pueden usar como referencia los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). La tasa promedio de mercado, es por lo regular, el rendimiento promedio de la bolsa de valores. Se puede utilizar, en este caso, el factor Beta, el cual se define por análisis estadístico histórico del comportamiento de una acción o el conjunto de acciones de un sector industrial versus el promedio del mercado, utilizándose como referencia el rendimiento del Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC) de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

Por otro lado, han surgido otras propuestas para el cálculo del CAPM partiendo del supuesto de que a los inversionistas les preocupa solo la parte negativa del riesgo, por lo que surge un nuevo modelo: el D-CAPM, planteado por Estrada (2001), centrado en el riesgo no deseado; es decir, las rentabilidades inferiores a la media. Este es utilizado para valorar el riesgo en mercados emergentes, pues estos muestran una alta correlación en las bolsas del mundo cuando se presentan riesgos a la baja. La diferencia en la fórmula del CAPM es la Beta. Esta se representa B_d , que es un factor que mide la sensibilidad entre la rentabilidad de la acción y la del mercado, pero solo a la baja, es decir, indica cuanto cae la acción por debajo de su rentabilidad promedio, por cada punto que el mercado cae por debajo de su rentabilidad promedio.

En la medida en que los mercados se desarrollan y las operaciones se tornan más complejas, se vuelve necesario dotar a los agentes que en el intervienen- principalmente a los inversionistas – de elementos de análisis para la evaluación de las diferentes alternativas de inversión y de herramientas para la evaluación del riesgo. Carbonell et al. (2005) aplicaron el modelo alternativo D-CAPM en 46 de las principales empresas de la BMV y al IPyC, dando resultados más acordes a la realidad en México, a diferencia con el CAPM tradicional. La rentabilidad en dólares esperada a agosto 2005 de tres empresas de alimentos incluidas en la muestra, revela diferencias en sus betas. El promedio de la Beta es de 0.4533 y del CAPM tradicional 6.99; el promedio de D-Beta 0.9933 y el de D-CAPM 10.2433 coincidiendo en que de los valores, al aplicar el CAPM tradicional a los países emergentes, suelen obtenerse costos de capital bastante bajos y poco intuitivos respecto del riesgo que representa invertir en ellos.

Para finalizar, el CCPP es igual a multiplicar el costo del pasivo (El costo del pasivo puede considerarse la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio conocida como TIIE, más el costo de capital accionario promedio, resultado del Rendimiento de Capital Accionario, conocido como CAPM), más el rendimiento del capital contable - CAPM, por sus siglas en inglés-, con base en su participación porcentual en la inversión total de la empresa, quedaría de la siguiente manera:

$$CCPP = ((PCC / PCC + CC) \times (Kd) + (CC / PCC + CC) \times (Ke))$$

Dónde:

PCC= pasivo con costo (% de participación en los activos totales).

CC= Capital contable (% de participación en los activos totales).

Kd= Costo del pasivo o de la deuda (Tasa de CETES).

Ke= Costo del capital contable o rendimiento del capital contable (D-CAPM).

$$CCPP = (20\% \times 7) + (80\% \times 10.2433) = 9.59\%$$

Suponemos que la tasa de CETES está a 7% y para el costo de capital retomamos el resultado del D-CAPM calculado por Carbonell et al (2005).

El resultado del CCPP representa el rendimiento mínimo aceptable sobre la inversión para crear valor. Su utilización puede ser tomada en cuenta para tomar decisiones tales, como:

1. Tasa de descuento para el cálculo del valor presente de los flujos de caja futuros o EVA`s a su valor actual.
2. Tasa crítica de rentabilidad para aceptar proyectos nuevos.

3. Tasa de cargas de capital en el cálculo del EVA
4. Referencia para evaluar las tasas de rendimiento sobre el capital empleado (Stewart 2000:449).

Capital empleado

La inversión directa en el sector industrial puede definirse como una obligación de recursos económicos a largo plazo, con el objeto de producir y obtener ganancias netas en el futuro – esta expresión se usa para indicar que los objetivos de los proyectos no se limitan al ingreso neto, como se calcula en un estado de ingresos netos-; asimismo, como una transformación de la liquidez en activos productivos (Behrens 2005:257).

En una empresa hay dos clases de inversión directa. La primera, la circulante, relacionada con el capital de trabajo – efectivo, acciones comerciables, cuentas por cobrar, clientes, inventario y proveedores-, y cuya característica principal es que es recuperable en el corto plazo. La fija, por otra parte, es de largo plazo y está integrada por terrenos, construcción, instalación, adquisición y transferencia de tecnología, marcas, patentes y capacitación de personal, todo lo relacionado con activos fijos.

La actividad corporativa – la producción o intermediación de bienes o servicios destinados a satisfacer necesidades – requiere la obtención de recursos financieros para aplicarlos convenientemente a los activos fijos y circulantes. De igual manera, observa la interrelación de las decisiones de inversión y financiación; esto es, que el tanto interno efectivo de rentabilidad ha de ser superior al coste promedio ponderado del capital que las costea (Ferruz, 2003).

El concepto de Capital Empleado (CE) es una aproximación del valor contable económico de toda la inversión en las actividades operativas del negocio. Son los activos netos, menos los pasivos actuales, que no tiene interés, o llamados también sin costo explícito. Además, se incluyen los siguientes ajustes (Stewart, 2000:750):

- Se restan los títulos negociables y la construcción en marcha.
- El valor actual de los arrendamientos financieros no capitalizados se suma a las propiedades, instalaciones y equipamientos netos.

- Ciertas reserva equivalentes a acciones se suman a los activos, como provisión para deudas incobrables, los gastos de investigación y desarrollo (que se capitaliza como un activo a largo plazo y se deprecian de forma constante a lo largo de los cinco años).

El CE es la sumatoria del Capital Neto de Trabajo (CNT) y el Activo Fijo Neto (AFN); es el total de activos financiados con recursos de largo plazo, o bien es igual a activo total- proveedores-otros pasivos circulantes- Activo disponible.

2.6.3. Opciones reales.

El análisis del flujo de efectivo descontado – en que los flujos de efectivo del activo se estiman y luego se descuentan para obtener el valor presente neto- ha sido tradicionalmente la base para valorar todo tipo de activos desde los años cincuenta del siglo XX. El FED es una técnica diseñada para valorar acciones y bonos, por lo que se trata de una inversión pasiva. Esto significa, que hecha la inversión, los inversionistas no influyen en los flujos obtenidos de efectivo. A diferencia de los flujos de activos reales, en el caso de las opciones reales se trata de decisiones activas, es decir, que las acciones de los directivos pueden influir en los resultados. Al invertir en un proyecto nuevo, pueden aumentar las posibilidades futuras de la compañía. Es decir, las posibilidades son opciones, el derecho que tiene quien decide de hacer algo en el futuro. Las opciones gerenciales son oportunidades de responder a las circunstancias cambiantes, de brindar a los ejecutivos la oportunidad de influir en el resultado de un proyecto. Son llamadas también opciones estratégicas u opciones reales (Brighman y Houston, 2006:456).

Agüero (2007) menciona que una “nueva” metodología, que se considera como complementaria al tradicional método de Flujo de Caja Descontado (DCF, Discounted Cash Flow), está permitiendo “cerrar” esa diferencia entre precio y valor de un activo; esta metodología se denomina Análisis de Opciones Reales (ROA, Real Options Approach). ROA permite estructurar el pensamiento de manera estratégica, pues conlleva a valorar la flexibilidad en las decisiones financieras empresariales, que el enfoque DCF no la considera en su mecanismo de valoración. No intentamos decir que hoy en día el directivo no valora la flexibilidad; sí lo hace, pero sin un método formal. ROA reconoce considerar algunas de las siguientes opciones, al decidir una inversión: 1) expandir la inversión, si lo que ocurre

realmente es mejor de lo estimado; 2) esperar la inversión, con el objetivo de considerar nueva información; 3) abandonar la inversión, si todo lo estimado no se cumple. ROA explica de mejor manera los precios de mercado de los activos reales, haciendo que el riesgo trabaje a favor de la empresa. ROA se sustenta en activos reales (los proyectos de inversión son un ejemplo de ello).

Por otra parte Black y Scholes (citados por Agüero, 2007, p. 3) señalan que una opción financiera es un contrato que otorga el derecho pero no la obligación de comprar (call option) o vender (put option) a un precio predeterminado, en un periodo de tiempo, un activo subyacente (activo financiero).

Según Myers (citado por Agüero, 2007, p.3) una opción real otorga el derecho pero no la obligación, con respecto a un proyecto de inversión, de expandir, esperar o abandonar a un costo predeterminado, en un determinado período de tiempo.

Los contratos de opciones financieras permiten realizar dos tipos de operaciones: cobertura y especulación. Estos contratos están sustentados en la incertidumbre que nos depara el futuro. En otras palabras, como no se conoce el precio futuro del activo subyacente, los contratos señalados nos permiten coberturas (“cubrirnos”) de posibles pérdidas en el futuro.

De la misma manera, cuando se evalúa un proyecto (activo real), los flujos de caja futuros esperados son estimados (del futuro) y deseamos que los mismos proporcionen un valor presente neto (VPN) positivo; pero recordemos que esto no necesariamente siempre se logra. Ante ello, podemos recurrir al uso de contratos de cobertura. En este caso, debemos optar por opciones de cobertura de activos reales: opciones reales.

Agüero (2007) menciona que opciones reales “es una filosofía que permite formular las opciones estratégicas de la empresa teniendo en consideración su efecto sobre el valor de sus títulos societarios” sostiene que un análisis de inversión con el método de opciones reales se hace en situaciones de decisiones contingentes, cuando la incertidumbre es importante, como para que merezca la pena tener más información y opciones de crecimiento. El valor de una opción se calcula a partir del valor de una cartera de títulos negociados en el mercado, que tiene el mismo retorno que la opción y que imita sus fluctuaciones de valor a lo largo del tiempo (Amram y Kulatilaka, 1999). Opciones estratégicas se designa a las oportunidades que surgen por la posibilidad de alterar un proyecto en el curso de su ejecución o de iniciar nuevos proyectos como consecuencia de una inversión anterior. Seis son las variables que deben

considerarse en este enfoque (señalamos el paralelo de una opción financiera y una opción real):

- Valor del activo subyacente: es el valor actual de los flujos de caja estimados.
- Precio de ejercicio: es la inversión. Si es una opción de compra, se debe ejercer si la inversión es menor que el valor presente de los flujos de caja futuros esperados; si es una opción de venta, se ejerce la opción si el dinero que se recibe por la inversión (venta del proyecto) es mayor que el valor presente de los flujos de caja futuros esperados.
- Período del contrato: se refiere al período de evaluación del proyecto.
- Volatilidad: el valor del activo se relaciona de manera directa con el riesgo del proyecto.
- Tasa libre de riesgo: es equivalente al rendimiento de un activo libre de riesgo.
- Generación de caja extra: son los costos por mantener la opción.

Cuando las empresas desean evaluar proyectos de inversión, asumen supuestos en sus modelos de valoración. Estos supuestos que ocurrirán en el futuro los asume hoy con certeza. Variables como inversión, ingresos, egresos, flujos de caja futuros, etcétera, los estima en el tiempo con certeza. Es obvio que hay una variable clave que a veces se “olvidan” de considerarla, pero es tan importante que puede conducir a tomar decisiones incorrectas, como aceptar inversiones “malas” o rechazar aquellas que son “buenas”. Esta variable importante se denomina riesgo, que, en su definición simple, es la probabilidad de perder o de ganar. ¿Cómo podemos resolver este problema? Se sugiere dos formas: ajustando los flujos de caja futuros o ajustando la tasa de descuento. Pero esto no es suficiente, pues el problema se mantiene. Ante esta situación, se incorporan otras herramientas, como análisis de sensibilidad, árboles de decisión, simulación, etcétera, pero tampoco son suficientes. Es decir, la incertidumbre que producen los proyectos empresariales no “desaparecen”. La realidad hoy en día nos enfrenta a proyectos con elevados niveles de incertidumbre, mucha necesidad de aporte de capital, estructuras complicadas de activos y cierta exigencia de los mercados financieros.

Ante esto, cada vez se torna “más difícil” valorar los beneficios que nos puede proporcionar estos proyectos empresariales.

Por estas y muchas más razones, ROA considera que los directivos de las empresas tienen la flexibilidad para adaptar y revisar las decisiones futuras en respuesta a las

circunstancias que van cambiando. A partir de esta situación, la incertidumbre se convierte en otro componente del problema a evaluar, por lo que con esta técnica, el riesgo genera valor, es decir, el futuro es considerado lleno de alternativas y opciones que pueden agregar valor. Los defensores de esta técnica sostienen que proporciona un valor más verdadero que el método DCF, por el solo hecho de que refleja de manera más fehaciente la variabilidad y la incertidumbre que caracterizan al mundo actual. Esta técnica de ningún modo está al borde de desplazar al método DCF. De hecho, la valoración de las opciones reales es un complemento al método DCF. En la práctica, el enfoque ROA combina e integra lo mejor de la planeación de escenarios, el manejo de carteras, el análisis de decisión y la fijación de precios de las opciones.

Algunas fuentes de incertidumbre se encuentran en: plazos de desarrollo, éxito en investigación y desarrollo, aprobación de autoridades, precios de mercado, demanda, costos de producción (precios materias primas, trabajo, capacidad e infraestructura), nuevas tecnologías, nuevos competidores, mercados financieros (tipos de cambio, tasas de interés), etcétera. También es cierto que en algunos sectores es relativamente fácil valorar las opciones reales: petróleo, energía, minería, inmuebles, etcétera. En otros es mucho más complicado: biotecnología, farmacéutico, software, microprocesadores, etcétera. En todo caso, ROA permite dividir los grandes proyectos en pequeños proyectos, en ambientes de gran incertidumbre. Entre los tipos de decisiones que pueden ser alteradas por ROA, se destaca:

- a) La secuencia de etapas por las que se puede ampliar o contraer la capacidad operativa de un negocio.
- b) Si es preferible adquirir un producto en lugar de fabricarlo para reducir costos.
- c) Desde el punto de vista de la planificación de los recursos humanos, cómo equilibrar el personal contratado a tiempo completo en relación con las horas extras y con el personal a tiempo parcial.
- d) Cómo comparar alquileres u otras operaciones que nos imponen diversos tipos de restricciones.
- e) Cuándo detener las operaciones de un activo determinado y cuándo volver a reactivarlas.
- f) Cuándo y cómo renunciar a la propiedad de un activo o de su gestión.
- g) La máxima inversión a realizar en un proyecto de investigación.

h) El precio adecuado para adquirir o vender patentes tecnológicas u otros tipos de licencias.

i) El precio correcto para adquirir o vender una marca.

j) Desde el punto de vista de los gobiernos, cómo diseñar políticas e incentivos que no causen comportamientos económicamente inadecuados de los negocios.

k) Cómo calcular el costo de la información necesaria para operar en un mercado desconocido.

Se menciona como ejemplo una mina de cobre: la mina es una opción call sobre las reservas de cobre de la misma. Esto significa que el propietario tiene el derecho a comprar-extraer el mineral por un precio strike-costo de extracción. Ejercerá su opción o no, en función de los precios del mercado. Este planteamiento implica la opción de almacenar o vender directamente el cobre extraído. En este sentido, el valor de la mina es función de la cantidad de mineral total existente en la mina y del precio spot del cobre. Luego, las opciones que aparecen a priori son:

- Opciones de atrasar las inversiones.
- Opciones de acelerar las inversiones.
- Opciones de suspensión temporal de la mina.
- Opciones de abandono total.
- Opciones de variación de la velocidad de extracción (opciones de disminución del ritmo de producción).
- Opciones de crecimiento: ¿comenzar a un nuevo nivel nos permite explorar en el futuro niveles inferiores? ¿Es factible que haya más mineral?

2.7. Gestión basada en el Valor: Selección modelo de análisis de factores financieros.

La gestión directiva basada en el valor resulta de la aplicación de los modelos de valuación empresarial: FED, EVA y ROA. Las variables que se analizaron fueron de manera coincidente los flujos de efectivo libres de la deuda, llamados también flujos operativos, tasas de crecimiento de ventas, tasas de costo de capital, capital empleado o inversión directa realizada, medida por la sumatoria de los activos fijos y activos netos de trabajo. Se percibe que el valor de las empresas aumenta cuando aumentan los flujos de efectivo, así como cuando se generan buenas expectativas, medidas con el crecimiento en las ventas y cuando disminuyen los costos de financiamiento del capital.

Para lograrlo, se aplican estrategias empresariales por medio del modelo de estrategia competitiva, que se adapta a sectores industriales específicos. La fortaleza de las fuerzas competitivas en una industria determina el nivel de la inversión e impulsa el rendimiento al nivel libre del mercado y, por tanto, la capacidad de las empresas para sostener rendimientos por encima del promedio (Porter, 2005:21).

En consecuencia, la competitividad empresarial se alcanza cuando se formulan estrategias relacionadas con el conocimiento amplio del sistema de valor, el cual es el conjunto de actividades relacionadas con la producción y uso del producto, que abarca la cadena de valor de los proveedores, de la empresa, del canal de distribuidores y del comprador. Este sistema de valor se puede ver reflejado por los agrupamientos industriales de un sector. Además, pueden ser la pauta para promover ciertos tipos de empresas que forman parte del sistema.

La formulación de la estrategia depende del análisis del entorno y de la evaluación interna de una organización. La fuente de datos para este estudio se relaciona con el análisis de investigaciones hechas por organismos gubernamentales, organizaciones civiles y analistas bursátiles y con políticas públicas de inversión. “Con la aplicación de entrevistas a personal de investigación de mercados, ex empleados de los competidores, personal técnico altamente capacitado, compras al contado a proveedores que visitan a los principales competidores, además de obtener información de asociaciones y cámaras industriales, consultores, auditores, bancos comerciales y de desarrollo entre otros” (Porter, 2005:90).

Un sector económico es atractivo cuando presenta los siguientes aspectos:

- 1) Recursos naturales
- 2) Mano de obra capacitada
- 3) Salarios promedio
- 4) Productividad personal
- 5) Sindicalización nula
- 6) Poblaciones apacibles sin problema de criminalidad
- 7) Acceso a mercados
- 8) Desarrollo tecnológico
- 9) Servicios de apoyo empresarial
- 10) Energía eléctrica y combustible

Las aportaciones han sido aplicadas en el análisis de sectores económicos específicos. En este punto, argumenta que los factores que inciden en el comportamiento de las inversiones pueden ser de conveniencia estratégica para elevar la ventaja competitiva, como el aumentar la participación en un mercado objetivo, innovación en los productos existentes, diferenciación, productos sustitutos, aumento en la cadena de valor, localización determinada – ya sea por la ubicación de los insumos industriales -, el destino de las ventas para el mercado interno o externo, el costo de transportación, el desarrollo tecnológico, las características sociales, culturales e institucionales de los territorios. Se considera la habilidad tradicional de los trabajadores, su grado educativo, su tradición organizativa, la infraestructura de comunicaciones y transportes. La relación entre las instituciones de educación superior e investigación con la actividad productiva y la regulación o liberalización institucional.

Asimismo Ramírez (2002:55) afirma que los determinantes de atracción de inversión extranjera directa a las regiones están relacionados con el tamaño del mercado, los costos laborales y la mano de obra convenientemente calificada. Esquivel y Larraín (2001) opinan que los objetivos básicos de la ubicación de las inversiones se relacionan con la participación en nuevos mercados, aumentar la eficiencia productiva a través de reducciones de costos y el intento de explotación de ciertos activos estratégicos. Estos últimos pueden ser: mano de obra altamente calificada, cierto tipo de infraestructura o el desarrollo de ciertas habilidades específicas (Know-How), además de otros factores, como ubicación geográfica, dotación de factores y las políticas gubernamentales de incentivos o repulsión de inversiones.

Faus (2001:576) sostiene que el objetivo de una estrategia empresarial es la creación de valor – rentabilidad -; este se origina cuando hay cambios en las expectativas a final de un ejercicio determinado respecto de las mismas expectativas al principio del ejercicio. La creación de valor empresarial resulta del análisis de una serie de datos externos e internos del negocio. Los indicadores son: aumento en la participación en el mercado, crecimiento en el sector, crecimiento de la empresa, política de dividendos, políticas de inversiones y financiamiento, rentabilidad de los recursos propios y rentabilidad exigida por los accionistas. Cuando el rendimiento de recursos propios y rendimiento exigido por los accionistas es mayor al crecimiento de la empresa, se dice que se genera valor.

La estrategia y la gestión basadas en el valor están interrelacionadas, debido a que la segunda trata de medir a la primera. Para esto, hay diversos modelos, propios de la economía financiera, que se ocupan de la cultura del cambio de alineación de intereses de los directivos de una empresa con los de sus accionistas. Posteriormente a que la estrategia se implemente y se ponga en práctica, es necesario medirla, es decir, conocer el éxito o fracaso de la gestión. Las nuevas herramientas que se utilizan son: 1) Flujo de efectivo disponible o de caja libre, 2) Valor económico añadido/ valor de mercado añadido, 3) Método de rendimiento de la inversión en términos de flujo de caja (Martin y Petty. 2001:27). Cabe hacer notar que los métodos mencionados son los relativos a los modelos de valuación empresarial ya vistos.

El principio de la gestión basada en el valor es el flujo de efectivo disponible, también llamado de caja libre; el valor de una empresa es el valor presente de los flujos de caja disponible de los activos existentes, más el valor de las oportunidades de crecimiento. Los flujos de dividen en dos grupos: a) flujos de caja que se van a recibir en un período de tiempo, que corresponde al periodo de planificación estratégica de la empresa, y b) flujos de caja que se van a recibir después del periodo de planificación estratégica. Las expectativas y oportunidades nuevas de inversión son relevantes en el valor de una empresa. Cuando la ventaja competitiva se ha disipado, no hay ningún incentivo para seguir creciendo. En compañías pequeñas y muy fragmentadas, regularmente el periodo de ventaja competitivo es muy corto; por tanto, sus periodos de crecimiento también serán cortos con bajo valor económico (Martin y Petty, 2001:87).

Lo importante en las empresas que adoptan la gestión basada en el valor es conocer los inductores que generan el valor en sus compañías. El análisis de sensibilidad de cada uno de los

determinantes de valor es clave para la gestión. Los conductores de valor son: a) ingresos, b) margen de beneficio neto, c) impuestos, d) capital circulante, e) gastos de capital, y f) costo de capital. Los determinantes de inversión están implícitos en los indicadores de rendimiento, considerados en modelos de valuación empresarial, los cuales miden la maximización del valor, es decir, cuando las expectativas de los rendimientos son mayores a los costos de capital de la inversión en el presente.

La toma de decisiones de inversión es un tema desarrollado por la economía financiera, con base en modelos cuantitativos que miden la rentabilidad y riesgo de las inversiones como los puntos indicativos para tomar decisiones de inversión empresariales. Sin embargo, Faus (2001:54) sostiene que los factores financieros no son los únicos que consideran los responsables de la toma de decisiones empresariales. Siempre será necesario contar con la visión, la intuición, y el talento directivo, además de que cuando ya se ha tomado la decisión, el factor fundamental para que se convierta en éxito lo constituyen la calidad, talento y dedicación de los responsables del proyecto.

Los inductores del valor empresarial se sustentan en el principio de la Maximización del Valor de la Inversión (MVI), los cuales se mencionan a continuación:

- I. Aumento en las ventas.
- II. Disminución en costos y gastos.
- III. Disminución de cartera, inventarios, activos fijos improductivos.
- IV. Aumentar la rotación de activos fijos y activos circulantes.
- V. Alquilar equipos productivos, en lugar de comprarlos.
- VI. Reducir el plazo de cobro de clientes y tesorería.
- VII. Analizar inversiones viables, es decir, que el rendimiento sea mayor al CCPP.
- VIII. Reducir la carga fiscal.
- IX. Disminución del riesgo a través de mayor posicionamiento porcentual de mercado, manifestándose en la disminución del costo de los recursos.
- X. Reducir el CCPP.

La gestión orientada en el valor considera el análisis de inductores, generadores o creadores de valor para la toma de decisiones gerenciales. La teoría de economía financiera coincide en que los principales son la formulación de la estrategia, la medición financiera de esta y el talento directivo.

En la tabla 11 se exponen los inductores de valor seleccionados para medir las relaciones con el comportamiento de las inversiones en el sector objeto de este estudio. Se considera la MVI como un factor financiero indicativo para la toma de decisiones gerenciales. De ahí se desprende la gestión estratégica organizativa, que será analizada en base a los componentes del capital intelectual, cuyo significado y soporte teórico serán analizados con posterioridad. La gestión de los rendimientos es determinada por las ventas, liquidez, utilidad de operación, costos de financiamiento bancario, costos de financiamiento socios y, por último, la gestión de las inversiones a través de su comportamiento y los tipos de inversiones circulantes y fijas.

Tabla 11. Inductores de valor seleccionados para medir las relaciones con el comportamiento de las inversiones en el sector objeto de este estudio

Gestión basada en el valor para la toma de decisiones gerenciales		
MVI (Maximización del Valor de la Inversión)		
Gestión estratégica	Gestión de los rendimientos	Gestión de las inversiones
Intangibles (Capital Intelectual)	<ul style="list-style-type: none"> • Ventas • Utilidad de operación • Costo de financiamiento bancario • Costo de financiamiento socios • Costos fiscales 	<ul style="list-style-type: none"> • Comportamiento de las inversiones • Tipos de inversiones circulantes y fijas (corto y largo plazo respectivamente)

Fuente: Elaboración propia (2010), con base en Bernal (2009), Porter (2005), Stewart (2000), Fernández (2005), Martin y Petty (2000), Schick y Lemant (2001).

Con el propósito de medir la MVI presentada en la figura anterior, se aplicara el modelo del EVA por su simplicidad y fácil entendimiento en las entrevistas para poder así comprobar las hipótesis que forman parte de esta investigación. Un EVA positivo mide la MVI, éste resulta cuando el rendimiento operativo anual de la inversión es mayor al CCPP. Se retomó esta premisa para medir la MVI promedio del periodo de estudio 2008-2010, pues solo se requerirá de porcentajes, y no de cantidades monetarias, en vista de que estas son difíciles de recabar, dada la confidencialidad de la información de las empresas del sector objeto de este estudio.

Formula:

$$MVI = R > CCPP$$

Dónde:

MVI= Maximización del Valor de la Inversión

R= Rendimiento Operativo Anual

R= Utilidad de operación / (Capital neto de trabajo + Activo Fijo Neto)

Indicador= porcentaje

CCPP= Costo de Capital Promedio Ponderado

$$CCPP = ((PCC/PCC + CC) \times (kd) + (CC/PCC + CC) \times (ke))$$

Dónde:

PCC= Pasivo con costo (% de participación en los activos totales).

CC= Capital Contable (% de participación en los activos totales).

Kd= Costo del pasivo o de la deuda (costo de financiamiento bancario).

Ke= Costo del capital contable o rendimiento del capital contable (costo de financiamiento socios o rendimiento exigido por los socios o dueños del negocio).

Indicador: Porcentaje

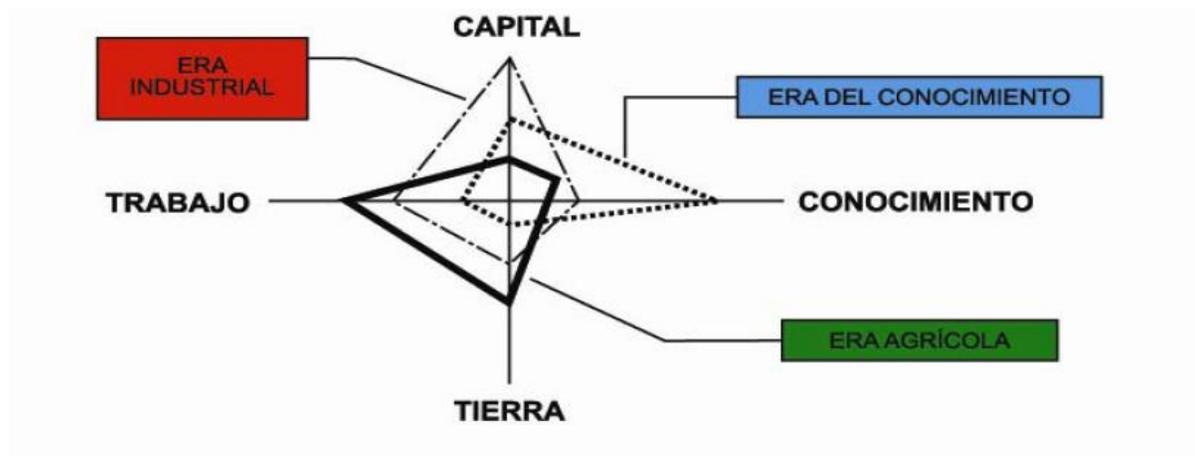
El instrumento de investigación incluirá todas las variables de la figura anterior, las cuales son identificadas en los modelos de valuación empresarial FED, EVA y Opciones reales. Como se mencionó en la primera parte de este estudio, el objetivo será si existe relación entre las variables que los componen y el comportamiento de las inversiones en el sector industrial de alimentos en el estado de Yucatán.

2.8. Intangibles y sus implicaciones.

Según Valenzuela (2003) la humanidad tiene periodos de su historia en los cuales la sociedad simplemente ha evolucionado y otros en los que se han producido cambios que han configurado una nueva forma de pensar y vivir de la sociedad completa; ejemplo son las revoluciones industriales que acontecieron en los siglos XVIII y XIX, respectivamente.

En la figura 3 se observa que actualmente nos encontramos en una era en la cual se está gestando una nueva revolución. Otra fue la era agrícola, en la cual la tierra y el trabajo constituyeron los pilares fundamentales en que se sustentó la producción o la era industrial, donde el capital se constituyó como fuente más importante de valor.

Figura 3. Análisis de la era del conocimiento



Fuente: Gorey y Dorat (1996) y Bueno (1999) referenciados por Valenzuela (2003)

Valenzuela (2003) menciona que esta nueva época es conocida por algunos como la “era del conocimiento”, que tiene bases distintas a las ya citadas anteriormente. Este período se distingue por la irrupción de nuevas tecnologías de información y de telecomunicaciones, caracterizándose además por las nuevas formas en que la sociedad se está relacionando. Por ejemplo, hoy el intercambio de información se hace cada vez más común, a través del Internet, teléfonos celulares, comercio electrónico, videoconferencias, sistemas automatizados de pagos, etc.

Las tecnologías mencionadas anteriormente solo constituyen el medio por el cual se transmite y gestiona el activo fundamental de esta nueva era, “el conocimiento”, activo que es señalado como una de las principales ventajas competitivas de las organizaciones de hoy en día.

Viedma (1998), señala “los conocimientos son hoy día la principal fuente de ventajas competitivas sostenibles, pero que no todos lo son, solo aquellos que contribuyan decisivamente a la generación de valor económico, los llamados “Core Competences” o “Competencias esenciales”.

Los conocimientos que contribuyen a la generación de valor económico, mirados desde una perspectiva financiera contable, se han denominado activos intangibles o capital intelectual.

En la Norma de Información Financiera (NIF) A-5 “Elementos Básicos de los Estados Financieros” párrafo 4 nos definen el activo como “...un recurso controlado por una entidad, identificado, cuantificado en términos monetarios, del que se esperan fundadamente beneficios económicos futuros, derivados de operaciones ocurridas en el pasado, que han afectado económicamente a dicha entidad”.

Además, en el párrafo 10 indica que: “La capacidad de generar beneficios económicos futuros, es la característica fundamental de un activo. Este potencial se debe a que el activo interviene en el proceso productivo, constituyendo parte de las actividades operativas de la entidad económica; es convertible en efectivo o en otras partidas equivalentes; o bien, tiene la capacidad de reducir costos en el futuro, como cuando un proceso alterno de manufactura reduce los costos de producción”.

Por lo anterior, podemos afirmar que el capital humano cumple ampliamente con los requisitos para poder llamarlo activo, ya que definitivamente es un recurso que la entidad controla y tiene la capacidad de generar beneficios a la empresa además de que invariablemente forma y formara parte de los procesos productivos y actividades operativas, ya que sin el personal, no se podrían llevar a cabo dichos procesos o actividades.

Por otro lado, el párrafo 15 nos afirma que para reconocer un activo no es estrictamente necesario que este asociado a derechos de propiedad legal o que tenga características de tangibilidad, lo cual se identifica plenamente con el concepto de que los trabajadores no son propiedad de la empresa y el Capital Humano definido anteriormente, tiene las características

de intangible. Por lo tanto, si cabe la posibilidad de considerar al capital humano como un activo intangible, veamos ahora el concepto que al respecto nos proporciona la NIF C-8 “Activos Intangibles”.

Primeramente como definición de activo intangible, la NIF en su párrafo 6 expresa “son aquellos activos no monetarios identificables, sin sustancia física que generarán beneficios económicos futuros controlados por la entidad. ..” y como características principales exige la aportación de beneficios económicos futuros que se extiendan por períodos más allá del período de adquisición y además que no sean de naturaleza corpórea ya que su característica de activo se la da más el significado económico para la empresa que la existencia material del mismo.

En cuanto a su alcance son aplicables a todo tipo de entidades que emitan estados financieros, establecidos en las NIF A-3 (necesidades de los usuarios y objetivos de los estados financieros.).

Las disposiciones de estas NIF son aplicables a todos los activos intangibles excepto: El reconocimiento de activos (derechos) de exportación y evaluación de recursos no renovables y activos financieros.

A continuación mencionaremos los principales elementos que integran la definición del activo intangible, los cuales son:

- a) Deber ser identificable. Un activo intangible puede ser fácilmente distinguido de otros activos si se puede separar o si es posible identificar los beneficios económicos futuros que dicho activo generara a la entidad.
- b) Deben proporcionar beneficios económicos futuros fundadamente esperados que fluyan de un activo intangible, pueden estar incluidos en los ingresos sobre la venta de los productos o servicios, ahorros en costos u otros beneficios resultantes de uso del activo para la empresa.
- c) Debe tenerse control sobre dichos beneficios. Una empresa controla un activo si tiene el poder para obtener beneficios económicos futuros que fluyan del recurso y además pueda restringir el acceso de otros a dichos beneficios.

Las principales cuentas que lo integran según la NIF C8 se mencionan a continuación:

1. Crédito Mercantil

Se define el crédito mercantil como el activo intangible que proviene de una compra de un negocio y puede consistir en uno o más intangibles identificados o no, que no pueden ser valuados individualmente en forma confiable. Sus elementos pueden tener vidas útiles económicamente distintas. En vista de que estos elementos no pueden ser valuados en forma separada de manera confiable, son contabilizados de manera colectiva como crédito mercantil, o exceso del costo en la adquisición de activos netos de una entidad.

Hay factores y condiciones que por lo general constituyen en valor así como la rentabilidad de una empresa y, en conjunto, representan el crédito mercantil:

1. Una administración eficiente
 2. Ubicación estratégica
 3. Mercado sólido y estable para sus productos
 4. Estabilidad laboral
 5. Adecuados sistemas de abastecimiento de sus materias primas
- Entorno empresarial adecuado.

El crédito mercantil solo puede registrarse como un activo cuando se paga al adquirir una empresa en totalidad, dado que el crédito mercantil es la valuación de una empresa “en marcha” por lo que es indivisible de la misma.

Entre los métodos para la determinación del crédito mercantil se menciona:

- a) Método de valuación maestra: Consisten en hacer una simple comparación entre el valor razonable de mercado (según avalúo) de los activos netos identificables, propiedad de la empresa que se va a adquirir, y el precio de compra que paga la empresa compradora, la diferencia viene ser el crédito mercantil pagado en la operación.
- b) Método de rentabilidad excesiva: Consiste básicamente en determinar la diferencia existente entre la rentabilidad de la empresa que se va adquirir y la rentabilidad de las empresas similares del mismo ramo.

2. Patentes

Una patente es un derecho otorgado por un gobierno para hacer uso exclusivo de un proceso de manufactura o para vender un invento. Existen dos clases principales de patente: patente de procesos que controla el proceso por el cual los productos son hechos; y patente de productos que cubre productos físicos y actuales.

Una patente expira en quince años esperando que sea una fuente de ingresos y flujo de efectivo por cuando menos este lapso, por lo cual la amortización se realiza en ese tiempo de vida económicamente útil.

La amortización no se abonará a una cuenta complementaria de balance denominada amortización acumulada de patentes, si no a la propia cuenta de patentes.

3. Marcas

Una marca o nombre registrado es una palabra, frase o símbolo que distingue o identifica a una empresa o producto en particular. Los industriales comerciante o prestadores de servicios podrán hacer uso de marcas en la industria, comercio o servicios que prestan. Sin embargo, el derecho o su uso exclusivo se obtienen mediante el registro. Las marcas registradas son derechos que pueden adquirirse, venderse o arrendarse.

Una marca registrada adquirida en la compra de un negocio tiene una vida remanente de 12 años y es renovable por un lapso indefinido a un costo que se espera sea muy bajo. El nombre protege a una marca de producto, líder en consumo, que ha sido líder en la participación del mercado por los últimos ocho años. Un análisis de estudios de los ciclos de vida del producto de mercado, competencia, tendencias ambientales y oportunidades de ampliación de la marca, indica que generara ingresos y flujos de efectivo por treinta y cinco años más.

4. Franquicias

Una franquicia es el derecho o privilegio recibido por una organización para efectuar en exclusiva negocios en un área geográfica determinada. Es un arreglo contractual bajo el cual el franquiciador otorga al franquiciario el derecho de vender ciertos productos o servicios, a usar cierta marca y nombres registrados a desarrollar algunas funciones, usualmente dentro de un área geográfica determinada. Existirá una franquicia, cuando con la licencia de uso de una manera se transmitan también los conocimientos técnicos o se proporcione asistencia técnica.,

para que a las personas a quienes se les concede puedan producir o vender bienes o prestar servicios de manera uniforme y con los métodos operativos comerciales y administrativos establecidos por el titular de la marca, tendientes a mantener la calidad, prestigio e imagen de los productos o servicios a los que este se distingue.

5. Derechos de Autor

Los derechos de autor son un derecho que tienen todos los creadores y demás artistas sobre sus canciones y expresiones.

Representan los derechos exclusivos para reproducir y vender una obra técnica científica o cultural, tales como un libro, obra musical, una película o una obra de arte.

Como podemos observar con base en lo anterior, ciertamente la NIF en cuestión no menciona en ningún lado como un intangible al capital humano, pero tampoco lo hace dentro de la limitación al alcance, lo que quiere decir que lo que no está prohibido está permitido.

2.9. Capital intelectual

En la nueva economía, en ésta era del conocimiento, el término tradicional de activo intangible ha tomado un nuevo significado y se ha entrelazado con otros términos como activos invisibles, gestión del conocimiento, “knowledge management” y, finalmente, el más significativo, el “Capital Intelectual”.

Según Stewart, (citado por Valenzuela, 2003, p.9) define el capital intelectual como “la suma de todo lo que saben las personas de la compañía que entrega una ventaja competitiva en el mercado”.

En el mismo estudio se refiere que Leif Edvisson, de la compañía sueca de seguro Skandia, lo definió “como el conocimiento que se puede convertir en valor”.

Sullivan (2001) menciona que el nuevo término utilizado para describir las empresas que se concentran en el capital intelectual es empresas de conocimiento. Las empresas de conocimiento utilizan sus conocimientos (capital intelectual) como fuente principal de ventaja competitiva. Utilizan su producto concreto o sus conocimientos del mercado para diferenciarse de sus competidores. En este sentido, estas compañías están impulsando la definición de nuevos tipos de capital humano, estructural y relacional.

Según Bontis (citado por Alama, 2008, p. 58) “el capital intelectual ha sido también definido como la diferencia entre el valor de mercado de la empresa y el costo de reposición de sus activos”; más que una definición de capital intelectual, Bontis se refiere a una forma de identificarlo, pues como ya habíamos mencionado antes, la contabilidad financiera no recoge en su totalidad el valor del capital intelectual, encontrándose éste fuera de balance. La brecha que existe entre el valor de mercado y el valor contable, suele ser significativa en las empresas intensivas en conocimiento, revelando la existencia de un “balance invisible” (Sveiby, 1997), atribuible en parte al capital intelectual.

Stewart (1998: 9-10), lo define como “la suma de todos los conocimientos que poseen todos los empleados de una empresa y le dan a ésta una ventaja competitiva... es material intelectual –conocimientos, información, propiedad intelectual, experiencia– que se puede aprovechar para crear riqueza.

La definición de Bueno Campos (1998: 221): “conjunto de competencias básicas distintivas de carácter intangible que permiten crear y sostener la ventaja competitiva”, incide también en el carácter estratégico del capital intelectual. En la misma línea, aunque menos concreta, la definición de Sullivan (2001: 70), “conocimientos que pueden convertirse en beneficios”.

Todas estas definiciones tienen en común el referirse a activos o recursos intangibles.

Estos intangibles engloban recursos y capacidades, ya que implican combinación y dinamismo, y además tienen carácter estratégico, al ser fuente de ventaja competitiva. Lo anterior, queda de manifiesto en definiciones como las de Stewart (1998), Sullivan (2001), y Bueno Campos (1998); aunque la definición de este último, va más allá, pues señala que el capital intelectual no sólo permite crear, sino mantener la ventaja competitiva, aproximándose a los dos axiomas fundamentales de la Teoría de Recursos y Capacidades.

Se puede vincular entonces capital intelectual con la Teoría de Recursos y Capacidades, entendiéndose desde esta perspectiva como el conjunto de activos intangibles y capacidades que posee una empresa.

Fueron Itami y Roehl, (citados por Alama, 2008, p. 59) quienes llamaron la atención sobre la primacía de los intangibles en la generación de rentas. En el mismo estudio se refiere que López Sintas, resalta la importancia de activos intangibles tales como: cultura empresarial, conocimiento acumulado sobre el comportamiento del consumidor, nombre comercial y

reputación, por nombrar unos cuantos –como determinantes de la ventaja competitiva en las empresas. Se puede decir que capital intelectual es conocimiento útil, entendido como opuesto a la simple colección de datos, pues se trata de conocimiento estructurado que sirve para un fin determinado, además es conocimiento valioso, pues a partir de él, la empresa es capaz de crear valor, y obtener rentas superiores.

El capital intelectual entendido como recursos intangibles y capacidades potencialmente estratégicos, nos lleva a plantearnos su evaluación, a fin de constatar su consistencia como tal, considerando los criterios de evaluación propuestos, para los recursos y capacidades estratégicos. Esta evaluación se efectuará más adelante, una vez que hayamos determinado cuáles son los componentes del capital intelectual, y para ello pasamos a la revisión de los principales modelos de medición de capital intelectual.

2.10. Modelos de medición del capital intelectual:

2.10.1. Cuadro de Mando Integral (Kaplan y Norton, 1993).

Kaplan y Norton (2009) propusieron un modelo de gestión empresarial, basado en la estrategia, cuyo funcionamiento exigía la definición de una serie de indicadores que permitieran la toma de decisiones. La idea fundamental que subyace en él, es que sólo puede gestionarse aquello que puede medirse.

Según Kaplan y Norton (2009) el choque entre la fuerza irresistible de edificar capacidades competitivas de largo alcance y el objeto inamovible del modelo de contabilidad financiera del coste histórico, ha creado una nueva síntesis: el Cuadro de Mando Integral (CMI). El CMI sigue teniendo los indicadores financieros tradicionales. Pero los indicadores financieros cuentan la historia de hechos y acontecimientos pasados, una historia adecuada para las empresas de la era industrial, para las cuales las inversiones en capacidades y relaciones con los clientes a largo plazo no eran críticas para el éxito. Sin embargo, estos indicadores financieros son inadecuados para guiar y evaluar el viaje, que las empresas de la era de la información deben de hacer para crear un valor futuro, a través de inversiones en clientes, proveedores, empleados, procesos, tecnología e innovación.

El cuadro de mando integral complementa los indicadores financieros de la actuación pasada con medidas de los inductores de actuación futura. Los objetivos e indicadores del CMI se derivan de la visión y estrategia de una organización; y contemplan la actuación de la organización desde cuatro perspectivas: la financiera, la del cliente, la del proceso interno y la de formación y crecimiento.

A continuación describiremos de manera resumida cada una de las perspectivas planteadas en el modelo de CMI según Kaplan y Norton:

1.) Perspectiva Financiera

El modelo contempla los indicadores financieros como el objetivo final, y considera que estos indicadores no deben ser sustituidos, sino complementados con otros que reflejan la realidad empresarial. Ejemplo de indicadores: son la rentabilidad sobre fondos propios, flujos de caja, análisis de rentabilidad de cliente producto, entre otros.

2.) Perspectiva de Cliente

El objetivo de este bloque es identificar los valores relacionados con los clientes, que aumentan la capacidad competitiva de la empresa. Para ello hay que definir previamente los segmentos de mercado objetivo y realizar un análisis del valor y calidad de éstos. Desde esta perspectiva, los indicadores no financieros son el conjunto de valores del producto y/o servicio que se ofrece a los clientes (por ejemplo, indicadores de imagen y reputación de la empresa, de la calidad de la relación con el cliente, de los atributos de los servicios / productos).

Los indicadores output se refieren a las consecuencias derivadas del grado de adecuación de la oferta a las expectativas del cliente, como por ejemplo la cuota de mercado, y el nivel de lealtad o satisfacción de los clientes.

3) Perspectiva de Procesos Internos de Negocio

Analiza la adecuación de los procesos internos de la empresa con el fin de obtener la satisfacción del cliente, y conseguir altos niveles de rendimiento financiero.

Para alcanzar este objetivo se propone un análisis de los procesos internos desde una perspectiva de negocio, y una predeterminación de los procesos claves a través de la cadena de valor.

Así, se distinguen tres tipos de procesos:

- Procesos de Innovación (difícil de medir). Ejemplos de indicadores no financieros representativos de los procesos de innovación son: el porcentaje de productos nuevos, el porcentaje de productos patentados, introducción de nuevos productos en relación a la competencia, etc.
- Procesos de Operaciones. Desarrollados a través de los análisis de calidad y reingeniería. Los indicadores no financieros representativos son aquellos relativos a los costos, calidad, tiempos o flexibilidad de los procesos.
- Procesos de Servicio Postventa. Ejemplos, de indicadores no financieros son los costos de reparaciones, tiempo de respuesta, número de quejas de los clientes, cantidad de productos devueltos, etc.

4.) Perspectiva del Aprendizaje y Mejora

El modelo plantea los valores de este bloque como el conjunto de drivers del resto de las perspectivas. Estos inductores constituyen el conjunto de activos que dotan a la organización de la habilidad para mejorar y aprender. Se critica la visión de la contabilidad tradicional, que considera la formación como un gasto, no como una inversión.

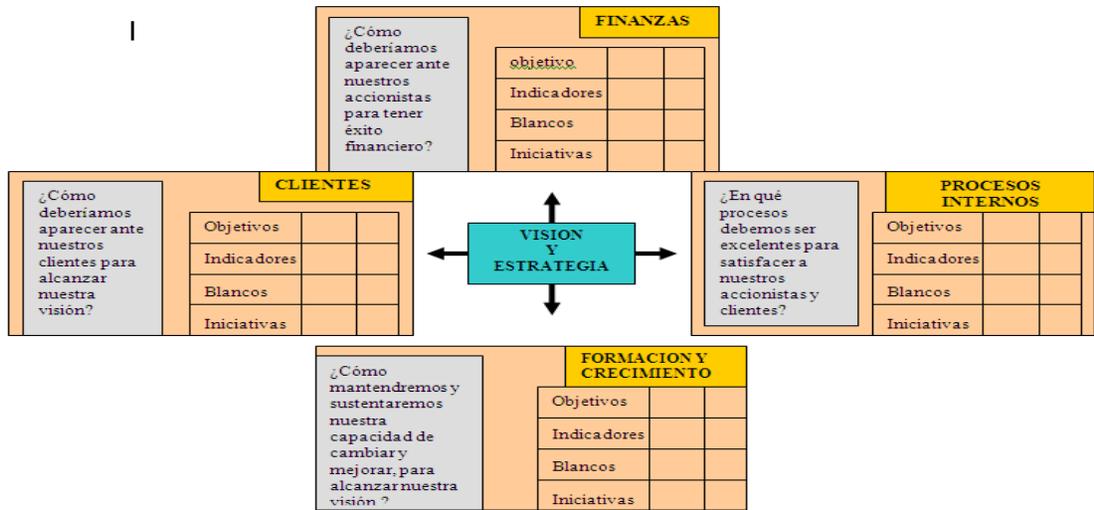
La perspectiva del Aprendizaje y Mejora es la menos desarrollada, debido al escaso avance de las empresas en este punto. De cualquier forma, el aporte del modelo es relevante, ya que deja un camino perfectamente apuntado y estructurado.

Clasifica los activos relativos al aprendizaje y mejora en:

- La capacidad y competencia de las personas (gestión de los empleados). Incluye no financieros de satisfacción de los empleados, productividad, necesidad de formación, entre otros.
- Los sistemas de información (sistemas que proveen información útil para el trabajo).
Indicadores no financieros relacionados: bases de datos estratégicos, software propio, las patentes y copyrights.
- Cultura-Clima-Motivación para el aprendizaje y la acción. Indicadores no financieros relacionados: Iniciativa de las personas y equipos, la capacidad de trabajar en equipo, el alineamiento con la visión de la empresa, etc.

En la figura 4 puede apreciarse como el Cuadro de Mando Integral proporciona una estructura para transformar una estrategia en términos operativos:

Figura 4. Cuadro de Mando Integral



Fuente: Kaplan y Norton (2009)

Para cada perspectiva se establecen los indicadores más representativos, que pueden ser financieros u operativos, con los cuales se logra establecer relaciones causa y efecto y cuyas variaciones se verán reflejados en los resultados financieros. La figura I.8 muestra la estructura del Cuadro de Mando Integral, y las interrelaciones de las distintas perspectivas, con la visión y estrategia de la empresa.

2.10.2. Navegador de Skandia (Edvinson, 1997)

Según Sullivan (2001), Skandia, empresa sueca de seguros y finanzas, fue una de las primeras en la gestión del capital intelectual. En 1991, la compañía contrato a un director de capital intelectual dentro de una de sus unidades operativas globales más dinámicas, Skandia AFS (Assurance and Financial Services, servicios aseguradores y financieros). Actualmente todo el grupo Skandia (empresa que figura entre las 500 más importantes de la lista que elabora la Revista Fortune) aplica un número cada vez mayor de los métodos de gestión del capital intelectual que propone su unidad AFS. Se trata de métodos para gestionar los intangibles que sustentan a las empresas de servicios que se basan de manera intensiva en el conocimiento;

pero se pueden aplicar a la mayoría de las organizaciones como modelo para crear y extraer valor de sus inversiones en conocimiento y en otros intangibles.

El método de Skandia, iniciado antes de que existiese literatura sobre la gestión del capital intelectual y antes de que existiese el IMC Gathering, ha resultado de gran eficacia para la empresa. Fundamentalmente consistió en hacernos visualizar el valor oculto de la empresa, en hablarles a nuestros accionistas y a nuestros empleados sobre él y en desarrollar métodos e instrumentos de gestión para usarlo de manera más efectiva. Skandia creó una sencilla terminología propia para el capital intelectual. En primer lugar, si algo era intangible y se “quedaba” cuando los empleados se iban a casa, se le denominaba capital estructural. A todo lo demás se le denominaba capital intelectual. Para Skandia, el capital intelectual incluía el conocimiento, las relaciones, el know-how y otros intangibles de este tipo.

Después de un constante perfeccionamiento, el Skandia Navigator se ha acreditado como una herramienta efectiva que probablemente servirá de base para la mayoría de las herramientas de navegación del Capital Intelectual del futuro.

El Skandia Navigator no está estructurado en tipos de capital sino que se compone de cinco áreas de enfoque. Es decir, estas son las áreas en las cuales la organización debe centrar su atención, y de ese enfoque se deriva el valor del Capital Intelectual de la compañía dentro de su entorno competitivo.

Se puede observar que el esquema del Navegador es esencialmente una casa, una metáfora visual de la organización. El triángulo superior, es el Enfoque Financiero, que incluye a nuestro viejo conocido: el Balance de situación. Este referido enfoque es el pasado de la empresa, una medición precisa de dónde estaba en un momento específico. Los indicadores de del mismo están en su mayoría bien elaborados; sin embargo, la noción de “enfoque” permite agregar nuevas mediciones, especialmente ratios que evalúen el rendimiento, la rapidez y la calidad.

Al movernos hacia abajo en las paredes de la casa del Capital Intelectual, entramos en el presente y en las actividades de la compañía que se centran en él. Estas son el Enfoque del Cliente y el Enfoque de proceso, el primero mide un distinto tipo de Capital intelectual, y el segundo, mide una parte de las partes más grandes del capital estructural.

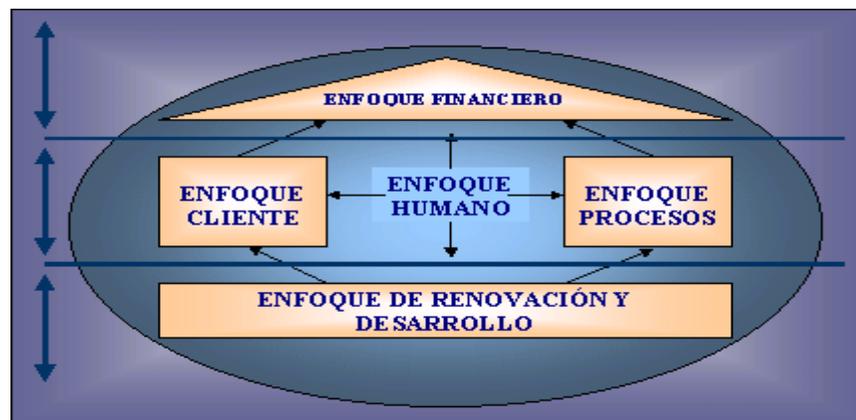
Finalmente, la base de nuestra casa, señala hacia el futuro. En ella hay el Enfoque de Innovación y Desarrollo, la otra parte del capital estructural. Los índices en esta región miden no solo si la empresa se está preparando bien para el futuro, a través de la formación y

capacitación de sus empleados, el desarrollo de nuevos productos, etc., sino también si dicha empresa está abandonando con paso firme el pasado obsoleto a través de la rotación de los productos y el abandono de los mercados decrecientes y de otras acciones estratégicas. También nos indica las probables características del entorno del negocio en el que empresa se verá forzada a operar en el futuro.

Hay aún un último enfoque al que aún no nos hemos dirigido. Se encuentra en el centro de la casa, de hecho, es el corazón, la inteligencia y el alma de la organización. Más aún, como única fuerza activa en la organización, toca todas las otras regiones del Capital Intelectual. Es el Enfoque Humano, la primera mitad del modelo de Capital Intelectual. Esta es la parte de la compañía que se va a las casas particulares cada noche. Consiste en la competencia y capacidades de los empleados, el compromiso de la compañía para ayudar a mantener esas habilidades permanentemente afinadas y actualizadas, utilizando, si para ello es necesario, la colaboración de expertos externos. Finalmente es la combinación de experiencia e innovación de estos empleados y las estrategias de la empresa para cambiar o mantener esta combinación.

Dado que dicho modelo es el único que intenta vincular los indicadores de Capital Intelectual con los resultados financieros mediante un “Balanced Scorecard” que se entrega a los accionistas y al público en general como un complemento a dichos resultados financieros, se refleja a continuación en la figura 5 un resumen de dicho modelo que recibe el nombre de “Skandia Navigator”:

Figura 5. Skandia Navigator



Fuente: Edvinsson, Malone Michael “Capital Intelectual” (1997)

El Navegador puede verse como un modelo que aborda el capital intelectual desde el punto de vista de la creación de valor y supone un gran aporte para la explicación de la gestión, tanto a nivel interno como externo.

2.10.3. El modelo Technology Broker (Brooking, 1997).

La propuesta de Brooking parte de los mismos principios que el modelo Skandia, es decir, el valor de mercado de las empresas es la suma de los activos intangibles y el capital intelectual.

El modelo no llega a la definición de indicadores cuantitativos, sino más bien se basa en la revisión de un listado de cuestiones cualitativas e incide en la necesidad del desarrollo de una metodología para auditar la información relacionada con el capital intelectual.

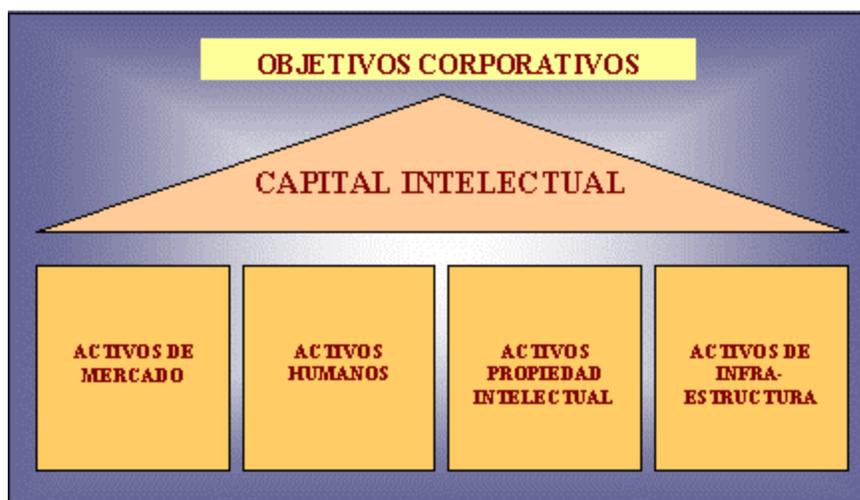
Los activos intangibles son clasificados en cuatro categorías, que todas juntas constituyen el concepto de capital intelectual para Brooking (1996):

- Los activos de Mercado, que constituyen el potencial derivado de los bienes inmateriales que guardan relación con el mercado como son las marcas, fidelidad de la clientela, canales de distribución o la razón social de la empresa entre otros. Estos activos denotan propiedad e identidad de los productos y servicios que ofrece y aseguran estrategias de posicionamiento.
- Los activos de propiedad intelectual incluyen el *know-how*, secretos de fabricación, patentes y derechos de diseño, etc. que suponen un mecanismo de protección de su propiedad intelectual y proporcionan el valor adicional que supone para la empresa la exclusividad de la explotación de un activo corporativo.
- Los activos humanos hacen referencia a la importancia que tienen las personas en las organizaciones por su capacidad de aprender y utilizar su conocimiento en beneficio de la organización. Esto cambia la visión típica de ser considerados únicamente como un coste. A diferencia de los puntos anteriores, éste se caracteriza en que no son propiedad de la empresa, los conocimientos que hay en la mente de un individuo sólo le pertenecen a él, por lo que habrá que gestionarlos de tal forma que se obtenga el máximo beneficio de ellos.
- Por último, los activos de infraestructura son aquellos que hacen posible el funcionamiento de la empresa ya que definen el su forma de trabajar. Sin embargo, no se trata del valor tangible de

por ejemplo el sistema informático sino del modo en que la organización utiliza dicho sistema. Estos activos aportan orden, seguridad, corrección y calidad así como un contexto de trabajo y comunicación para los trabajadores. Algunos ejemplos son la cultura organizativa, métodos de dirección de ventas, estructura financiera, bases de datos, sistemas de comunicación, etc.

En síntesis la autora, propone la ejecución de una auditoría de capital intelectual a realizarse mediante la aplicación de un cuestionario con preguntas cualitativas, el mismo que servirá de base para la valoración económica de los intangibles. A continuación se presenta en la figura 6 el modelo de technology Broker.

Figura 6. Modelo Technology Broker



Fuente: Edvinsson, Malone Michael "Capital Intelectual" (1997)

2.10.4. Monitor de los Activos Intangibles (Sveiby, 1997).

Alama (2008), menciona que el autor de éste modelo, planteo una serie de indicadores agrupados en tres grandes bloques útiles en la medición y gestión de los activos intangibles empresariales: competencias, estructura interna y estructura externa.

Las competencias, se refieren a la capacidad de las personas para actuar en varias situaciones, incluye sus habilidades, educación, experiencia, valores y habilidades sociales.

Para este autor, las personas son el verdadero agente de los negocios, pues tanto los productos físicos como las relaciones intangibles, son el resultado de la acción humana y su

existencia depende, en última instancia, de las personas. Las competencias, aunque pueden ser controladas por la empresa, son propiedad de las personas.

La estructura interna está compuesta por un amplio rango de patentes, modelos y sistemas informáticos y administrativos, también la organización informal, redes internas y la cultura forman parte de la estructura interna. Generalmente los elementos de la estructura interna son propiedad de la empresa.

Por último, la estructura externa, consiste en las relaciones con los clientes y proveedores, incluyendo también las marcas registradas y la reputación.

Para cada bloque estableció indicadores de crecimiento e innovación, con los cuales es posible apreciar el potencial futuro de la empresa, indicadores de eficiencia, que aportan información sobre la productividad de los intangibles, e indicadores de estabilidad, con los cuales se mide el grado de permanencia de los activos en la empresa. Con los indicadores antes señalados se puede preparar el “balance invisible”, cuya existencia se descubre al hacer la diferencia entre el valor de mercado de la empresa y su valor contable. La Tabla 12, muestra la estructura básica de este modelo.

Tabla 12. Modelo Monitor de los activos intangibles (Sveiby, 1997)

	COMPETENCIAS	ESTRUCTURA INTERNA	ESTRUCTURA EXTERNA
Indicadores de Crecimiento/ Innovación	<ul style="list-style-type: none"> • Experiencia. • Nivel de educación. • Coste de formación. • Rotación. • Clientes que fomentan las competencias. 	<ul style="list-style-type: none"> • Inversiones en nuevos métodos y sistemas. • Inversión en los sistemas de información. • Contribución de los clientes a la estructura interna. 	<ul style="list-style-type: none"> • Rentabilidad por cliente. • Crecimiento orgánico.
Indicadores de Eficiencia	<ul style="list-style-type: none"> • Proporción de profesionales. • Valor añadido por profesional. 	<ul style="list-style-type: none"> • Proporción del personal de apoyo. • Ventas por personal del apoyo. <p>Medidas de valores y actitud.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Índice de satisfacción de los clientes. • Índice éxito / fracaso. • Ventas por clientes.
Indicadores de Estabilidad	<ul style="list-style-type: none"> • Edad Media. • Antigüedad. • Posición remunerativa relativa. • Rotación de profesionales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Edad de la organización. • Rotación del personal de apoyo. • El ratio rookie. 	<ul style="list-style-type: none"> • Proporción de grandes clientes. • Ratios de clientes fieles. • Estructura de antigüedad. • Frecuencia de repetición.

Fuente: Sveiby (1997)

2.10.5. Modelo Intellect: (Euroforum 1998).

El modelo responde a un proceso de identificación, selección, estructuración y medición de activos de las empresas.

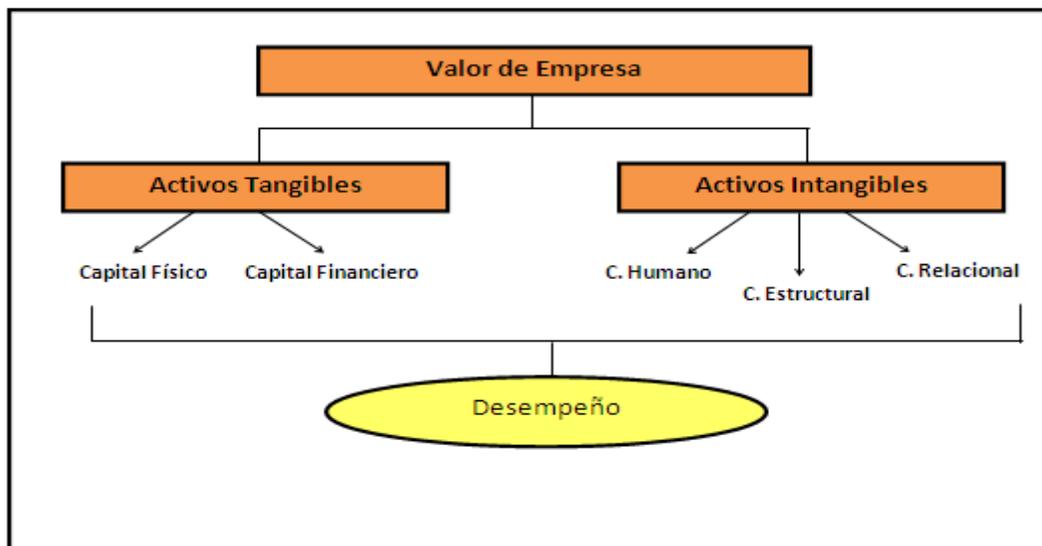
Pretende ofrecer a los gestores, información relevante para la toma de decisiones y facilitar información a terceros sobre el valor de la empresa. El modelo acerca el valor explicitado de la empresa a su valor de mercado, así como informar sobre la capacidad de la organización de generar resultados sostenibles, mejoras constantes y crecimiento a largo plazo.

a) Características del Modelo

- Enlaza el Capital Intelectual con la Estrategia de la Empresa.
- Es un modelo que cada empresa debe personalizar.
- Es abierto y flexible.
- Mide los resultados y los procesos que los generan.
- Aplicable.
- Visión Sistémica.
- Combina distintas unidades de medida.

En la figura 7 se observan los componentes del modelo Intellect Euforum:

Figura 7. Modelo Intellect Euroforum



Fuente: Euroforum (1998)

b) Dimensiones incorporadas:

El modelo presenta unas dimensiones

- Presente/Futuro: estructuración y medición de los activos intangibles en el momento actual y futuro previsible de la empresa, en función a la potencialidad de su Capital Intelectual y a los esfuerzos que se realizan en su desarrollo.
- Interno/Externo: debemos identificar intangibles que generan valor desde la consideración de la organización como un sistema abierto. Se consideran los activos internos (creatividad personas, sistemas de gestión de la información,...) y externos (imagen de marca, alianzas, lealtad,...)
- Flujo/Stock: el modelo tiene un carácter dinámico, ya que no sólo pretende contemplar el stock de capital intelectual en un momento concreto del tiempo, sino también aproximarse a los procesos la conversión entre los diferentes bloques de Capital Intelectual.
- Explícito/Tácito: no sólo se consideran los conocimientos explícitos (transmisibles), sino también los más personales, subjetivos y difíciles de compartir. La adecuada y constante adecuación entre conocimientos tácitos y explícitos es vital para la innovación y el desarrollo de la empresa.

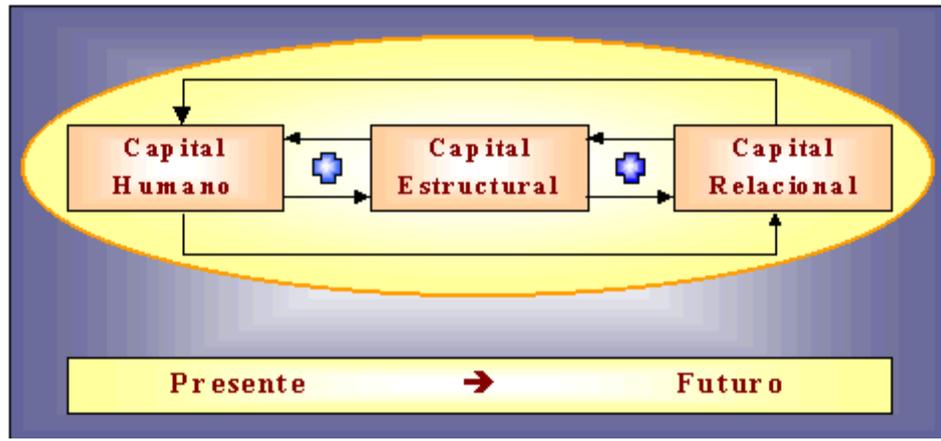
c) Estructura del Modelo Intellect:

El modelo intelect se divide en tres componentes:

- Bloques.- Es la agrupación de Activos Intangibles en función de su naturaleza (Capital Humano, Capital Estructural y Capital Relacional).
- Elementos.- Son los activos intangibles que se consideran dentro de cada bloque. Cada empresa en función de su estrategia y de sus factores críticos de éxito, elegirá unos elementos concretos
- Indicadores.- Es la forma de medir o evaluar los elementos. La definición de indicadores debe hacerse en cada caso particular. Emplea indicadores de presente y de futuro.

La figura 8 presenta los tres grandes bloques en los que se estructura el modelo, y cada elemento de cada bloque debe ser medido y gestionado con una dimensión temporal que integre el futuro (objetivo o consecuencia).

Figura 8. Componentes del modelo Intellect



Fuente: Euforum (1998) pág. 36, referenciado por Alama (2008).

1) Capital Humano

En la figura 9 se observan los elementos del capital humano del modelo referido en el presente y futuro, es decir, el conocimiento (explícito o tácito) útil para la empresa que poseen las personas y equipos de la misma.

Figura 9. Elementos del capital humano del modelo Intellect.

PRESENTE	FUTURO
Satisfacción del Personal. Tipología del Personal. Competencias de las personas. Liderazgo. Trabajo en Equipo. Estabilidad: riesgo de pérdida.	Mejora de las competencias. Capacidad de innovación de las personas y equipos.

Fuente: Euroforum (1998) pag.36, referenciado por Alama (2008)

2) Capital Estructural

Es el conocimiento que la organización consigue explicitar, sistematizar e internalizar y que en un principio puede estar latente en las personas y equipos de la empresa. Quedan incluidos los conocimientos estructurados de los que depende la eficacia y eficiencia interna de la empresa: los sistemas de información y comunicación, la tecnología disponible, los procesos de trabajo, las patentes, los sistemas de gestión. Los elementos que integran el capital estructural del modelo en el presente y futuro se observan en la figura 10:

Figura 10. Elementos del capital estructural del modelo Intelect

PRESENTE	FUTURO
Cultura Organizacional. Filosofía de Negocio. Procesos de Reflexión Estratégica. Estructura de la Organización. Propiedad Intelectual. Tecnología de Proceso. Tecnología de Producto. Procesos de Apoyo. Procesos de Captación de Conocimiento. Mecanismos de Transmisión y Comunicación. Tecnología de la Información.	Procesos de Innovación.

Fuente: Euroforum (1998) pp. 41, referenciado por Alama (2008).

3) Capital Relacional

Se refiere al valor que tiene para una empresa el conjunto de relaciones que mantiene con el exterior. La calidad y sostenibilidad de la base de clientes de una empresa y su potencialidad para generar nuevos clientes en el futuro, son cuestiones claves para su éxito, como también lo es el conocimiento que puede obtenerse de la relación con otros agentes del entorno (alianzas, proveedores,...). Los elementos que integran el capital estructural del modelo en el presente y futuro se observan en la figura 11:

Figura 11. Elementos de capital relacional del modelo Intelect

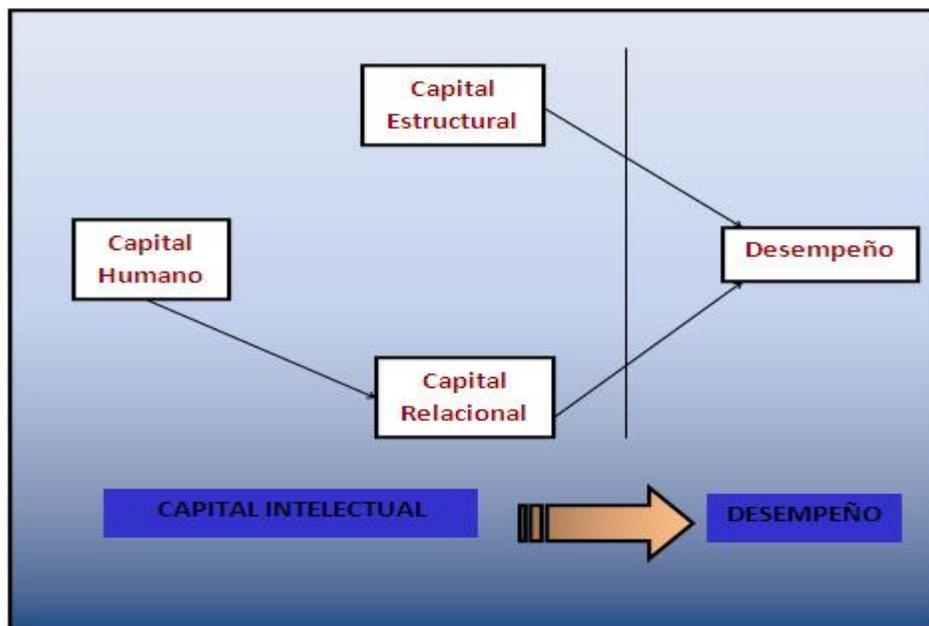
PRESENTE	FUTURO
Base de Clientes Relevantes. Lealtad de Clientes. Intensidad de la Relación con Clientes. Satisfacción de Clientes. Procesos de Servicio y Apoyo al Cliente. Cercanía al Mercado. Notoriedad de Marcas. Reputación / Nombre de la empresa. Alianzas Estratégicas. Interrelación con Proveedores. Interrelación con otros Agentes.	Capacidad de Mejora / Recreación de la Base de Clientes.

Fuente: Euroforum (1998) pp.41

2.10.6. Modelo de la Universidad Western Ontario (Bontis, 1998):

En la figura 12 podemos observar el modelo creado en la Universidad de West Ontario. Diseñado por Nick Bontis en 1996. Pone en relación al capital intelectual, analizando la relación causa-efecto de sus componentes, con los resultados empresariales. Gracias a su investigación, el capital intelectual puede ser considerado como un conjunto de bloques interrelacionados. Su principal aportación es establecer el capital humano como base de los demás elementos. Bontis, referenciado por Alama (2008), señala que el capital intelectual se compone de tres bloques: capital humano, capital estructural y capital relacional, y que de su interrelación derivan los resultados económicos de la empresa. Para el autor, la piedra angular es el capital humano, de modo que si la empresa quiere incrementar su capital intelectual, debe de fijar objetivos de aprendizaje para su personal, pues este aprendizaje repercutirá más adelante en una mejora del desempeño de la organización.

Figura 12. Modelo Western Ontario



Fuente: Alama (2008)

2.10.7. Modelo Intellectus (CIC, 2003).

Este modelo es presentado por el grupo de trabajo del Centro de Investigación sobre la Sociedad del Conocimiento (CIC) del Parque Científico de Madrid; y se construyó a partir de la revisión de los principales modelos de capital intelectual existentes, aunque se ha basado principalmente en el modelo Intellect y podría decirse que constituye una evolución del mismo, pues el grupo de trabajo fue casi el mismo que trabajó el modelo Intellect.

El modelo contempla tres niveles de análisis: bloques, elementos e indicadores.

Los bloques de capital intelectual están constituidos por aquel conjunto de intangibles de una misma naturaleza. Cada bloque incluye distintos intangibles o elementos y por último, la medición se hace operativa a través de un conjunto de indicadores o ratios.

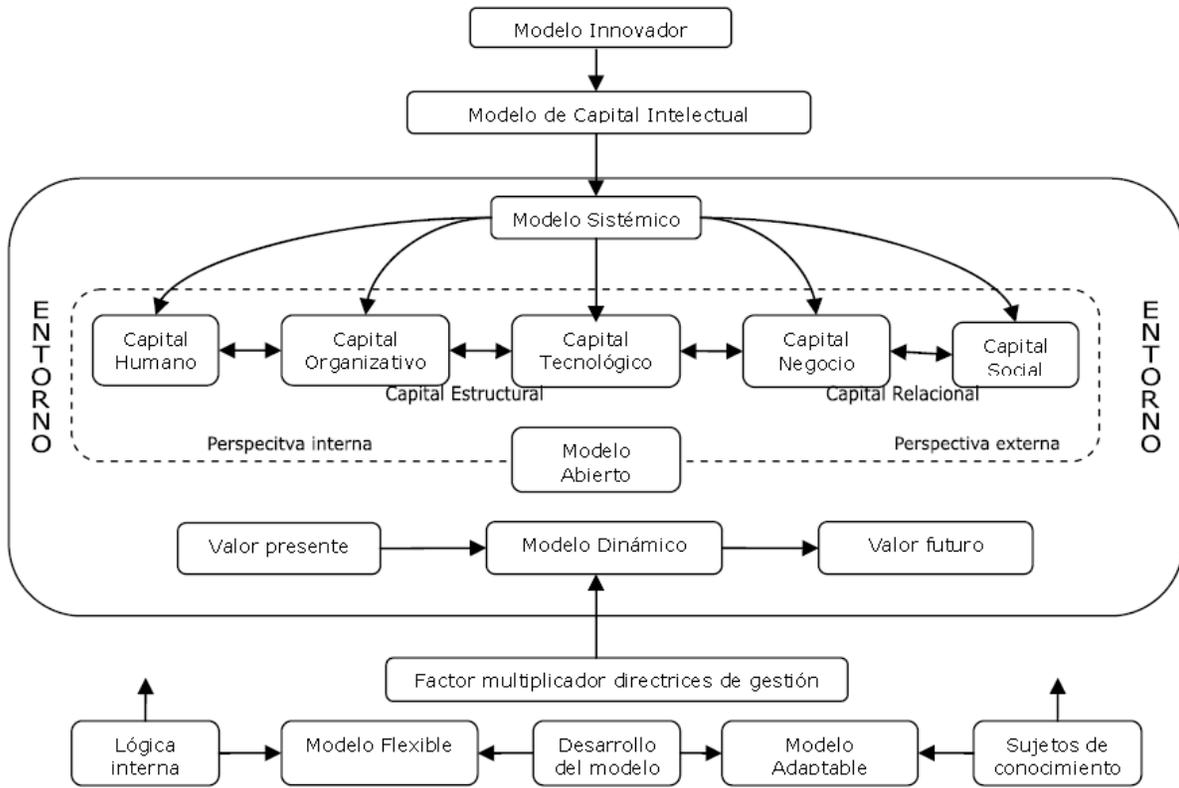
Según este modelo, los bloques que conforman el capital intelectual son: capital humano, capital organizativo, capital tecnológico, capital negocio y capital social. El capital organizativo y el capital tecnológico se han desglosado del capital estructural, mientras que el capital negocio y el capital social se desprenden del capital relacional. (Faltó sangría)

La evolución de los conceptos involucrados, tanto en el capital estructural, como en el capital relacional, ha sido el principal motivo para esta descomposición. La organización y la tecnología son aspectos importantes para el desarrollo del conocimiento, aunque ambos son de naturaleza bastante diferenciada, por lo que resulta conveniente separarlos en diferentes bloques de capital intelectual. Lo mismo sucede con el capital negocio y el capital social, pues las relaciones que surgen con los agentes directamente involucrados en el negocio de la empresa no son las mismas que con los demás agentes.

Los principios que sustentan este modelo, determinan sus características y permiten interpretarlo correctamente, siendo sistémico, abierto, dinámico, flexible, adaptable e innovador.

La figura 13, muestra la estructura del modelo y los principios que lo sustentan.

Figura 13. Modelo Intellectus (Euroforum, 1998)



Fuente: Modelo Intellectus (CIC 2003) Referenciado por Alama 2008.

2.11.Importancia de los aspectos no financieros para inversionistas institucionales de otros países y México.

A continuación analizaremos investigaciones realizadas por dos firmas de despachos reconocidos a nivel internacional acerca de la importancia que los inversionistas de los países objeto de estos estudios, tienen acerca de los activos intangibles para la toma de decisiones. Estos estudios se tomaron del trabajo de Valenzuela (2003) De igual manera se examinan los resultados del trabajo de Bernal (2009) en México.

2.11.1. Estudios realizados por “Ernst and Young”:

Según Valenzuela (2003) esta empresa de auditoría multinacional realizó a través de su centro de investigación “Cap Gemini”, numerosos estudios relacionados con la importancia que poseen los activos intangibles en las empresas actualmente. Estos estudios, comprendieron la identificación, medición y gestión de los activos intangibles en las empresas modernas.

El estudio señala que los indicadores financieros comúnmente utilizados en las valorizaciones de empresas, tales como el flujo de caja, las utilidades, y ratios de precio / utilidad, siguen siendo medidas financieras importantes, pero que cuentan con un gran defecto en esta nueva economía, este es, que las medidas financieras son sólo reflejo de transacciones ya realizadas. También plantea que el éxito en el manejo de una compañía se basa en la adecuada gestión de medidas, tanto financieras como no financieras, por parte de los gerentes generales.

“Measures that matter” fue aplicado en Estados Unidos e Inglaterra, donde midió la importancia que tenían los indicadores no financieros para los distintos inversionistas institucionales. Para lograr dicho objetivo señalado en el párrafo anterior, el estudio definió 39 indicadores no financieros agrupados en 6 “aspectos no financieros, tal como se señala en la tabla 13:

Tabla 13. Dimensiones e indicadores de factores no financieros del estudio de “Ernst and Young”

Calidad del Management	Efectividad de políticas de compensación hacia ejecutivos
Ejecución de la estrategia corporativa	Alineamiento de las compensaciones con los intereses de los accionistas
Calidad de la estrategia corporativa	Políticas de compensación basadas en desempeño
Experiencia del management	Ratio de compensación gerentes / compensación fuerza de trabajo.
Calidad de la visión organizacional	
Estilo de liderazgo del gerente general	
Efectividad del desarrollo de nuevos productos.	Calidad de la comunicación con los inversionistas.
Liderazgo en investigación	Credibilidad del management
Eficiencia del desarrollo de nuevos productos.	Accesibilidad al management
Ciclo de tiempo de desarrollo de nuevos productos.	Calidad de los materiales publicados
% de las ventas que provienen de los nuevos productos	Calidad de orientación
	Experiencia del departamento de relaciones con el inversionista.
Fortaleza de la posición de mercado	Calidad de los productos y servicios.
Innovación	Calidad de los procesos
Participación de mercado	Calidad percibida por los clientes
Imagen de la marca	Tasas de productos defectuosos / Tasas de servicios defectuosos
Fortaleza del marketing y la publicidad	Durabilidad del productos
Capacidad Global.	Premios a la calidad de los productos.
	Premios a la calidad de los procesos.

Fortaleza de la cultura corporativa	Nivel de satisfacción del cliente
Habilidad para atraer y retener a personas talentosas	Nivel de satisfacción al cliente
Calidad de la fuerza de trabajo	Frecuencia de ventas repetidas
Calidad de los sistemas de incentivos por desempeño	Número de quejas por cliente
Tasas de rotación de personal	Calidad del departamento de servicio al cliente
Políticas ambientales y sociales	
Calidad de la capacitación a empleados	
Uso de equipos de trabajo	

Fuente: Elaboración propia con base en Valenzuela (2003).

Los inversionistas institucionales (la encuesta realizada en Estados Unidos consideró a 275 inversionistas institucionales, en el caso de Inglaterra se encuestaron a 50 inversionistas institucionales) más relevantes de Estados Unidos e Inglaterra fueron encuestados para determinar cuáles eran los atributos no financieros más importantes al momento de evaluar una potencial inversión en acciones.

Se pudo observar en el estudio que los resultados obtenidos fueron sorprendentes, la información no financiera constituía cerca del 35% de la decisión de inversión para los más grande fondos de inversión existente en Estados Unidos e Inglaterra.

Además, se lograron determinar los indicadores no financieros más importantes para los inversionistas institucionales de cada país. Por ejemplo, tanto en Estados Unidos como en Inglaterra, el indicador no financiero más importante es la ejecución de la estrategia corporativa (de aquí se desprende el éxito que tienen los cuadros de mando como el “balance scorecard”, que permiten gestionar los intangibles para que se produzcan la estrategias establecidas por la dirección).

En la tabla 14 observamos que el segundo indicador no financiero más importante para Estados Unidos, lo constituye la credibilidad de los ejecutivos, mientras que en Inglaterra es la calidad de la estrategia corporativa.

Tabla 14. Indicadores financieros más importantes para Estados Unidos e Inglaterra

Nº	ESTADOS UNIDOS	INGLATERRA
1	Ejecución de la estrategia corporativa	Ejecución de la estrategia corporativa
2	Credibilidad del management	Calidad de la estrategia corporativa
3	Calidad de la estrategia	Participación de Mercado
4	Innovación	Credibilidad del management
5	Habilidad para atraer y retener a personas talentosas	Investigación y desarrollo e innovación
6	Participación de mercados	Experiencia del Management
7	Experiencia del management	Liderazgo en investigación
8	Calidad de la compensación a los ejecutivos	Calidad de los procesos
9	Calidad de los procesos	Capacidad global
10	Liderazgo en investigación	Habilidad para atraer y retener a personas talentosas

Fuente: Elaboración propia con base en Valenzuela (2003).

2.11.2. Estudios realizados por PriceWaterHouseCoopers.

Otra empresa multinacional de auditoría, PriceWaterHouseCoopers, también realizó estudios a través de encuestas para conocer la importancia que tienen los activos intangibles en la toma de decisiones de los inversionistas institucionales de diferentes países.

Ellos desarrollan el concepto de “valuereporting”, un modelo de reporte financiero que a diferencia de los tradicionales, se enfoca en describir los supuestos que originan los flujos de caja futuros, y también las dinámicas que existen detrás de la creación de valor para el accionista. Critican, al igual que Ernst & Young, el actual reporte financiero, por estar indebidamente enfocado en el desempeño histórico de la compañía.

Contrario al modelo tradicional, enfocado únicamente en medidas financieras, el “Valuereporting” imagina a las compañías proveyendo al mercado con información orientada hacia el futuro, a través del reporte del desempeño de una gran gama de variables financieras y no financieras. Esta información puede ayudar a inversores y analistas a ganar una perspectiva real de la calidad de valor que se está generando para el accionista.

Desde la perspectiva de una compañía que desarrolla un “Valuereporting”, los posibles beneficios que este informe generará incluyen:

- **Mayor confianza de los inversores en el management:** Cuando la alta dirección de una empresa posee credibilidad, el mercado tiene mayores razones para creer en las declaraciones de objetivos estratégicos (que tienen, entre uno de sus propósitos, el generar valor para los accionistas) ellos realizan, aun cuando la estrategia consista en posponer futuros ingresos (por ejemplo, una gran adquisición, fusión o un programa de inversiones).

El mercado, si posee confianza en la administración de la empresa, va a comprender la estrategia que el management está proponiendo para crear valor futuro para los accionistas.

El equipo del management (integrado por todos los ejecutivos que tienen responsabilidades directas en el funcionamiento y crecimiento de la empresa), que posee confianza en sus propias habilidades y en las estrategias que trazaron para el buen desempeño de la compañía, no van a ocultar los planes que tienen a largo plazo (que a pueden ir en contra de las utilidades inmediatas) por temor a no ser comprendidos por el mercado financiero.

Si existe una mayor revelación, “disclosure”, proveniente de la compañía, el mercado financiero puede hacer sus propias conjeturas de lo que está ocurriendo, y cómo está siendo dirigida la compañía, en vez de estar indagando, de cualquier forma, información que le sirva como herramienta para comprender lo que la empresa quiere realizar. Si no existiese esta “revelación” de información propuesta por el “valuereporting”, el mercado financiero pensaría que la compañía está tratando de ocultar información, o simplemente no confiaría en la credibilidad del management: la credibilidad, la confianza y la transparencia van de la mano.

Lo anterior adquiere mayor relevancia cuando el management ha cumplido las estrategias propuestas anteriormente. La credibilidad, sin lugar a duda, depende en última instancia del desempeño de la empresa, pero la transparencia y la honestidad fortalecen la credibilidad en la administración de la empresa. Cuando los objetivos estratégicos de una empresa no se cumplen, la mejor decisión que puede realizar el management es informarlo.

Entregando información tanto en buenos como malos momentos, el management repotencia su credibilidad con el mercado

- **Mayor precio en la acción:** Quien crea que el mercado posee toda la información que necesita y la utiliza con total eficiencia, no debería encontrar que la “revelación” de información, planteada por el “valuereporting”, tiene efecto alguno en el precio de la acción de

una compañía. Según Valenzuela (2003) encuestas realizadas a gerentes generales pertenecientes a las más grandes compañías de países tales como Estados Unidos, Inglaterra, Suiza y Australia, demuestran que un gran porcentaje de ellos, cree que las acciones de sus compañías están fuertemente sub-valorizadas por el mercado financiero.

Estas diferencias, reflejan que existe una asimetría en la información que los ejecutivos piensan que son valiosas, y deberían proveerse al mercado, y lo que los inversionistas piensan de ella. Una mayor “revelación de información serviría como herramienta para que los inversionistas entendieran de mejor manera que están haciendo la empresas para generar valor a los accionistas.

Lo anterior tendría un efecto positivo en el precio de la acción de la compañía, si con esa información adicional, los inversionistas comprenden de mejor manera las estrategias realizadas por el management.

• **Menor costo de capital:** Una mayor “revelación” de información puede disminuir el costo de capital que enfrentan las empresas. Así lo demuestran investigaciones como la realizada por David Easley, quien señala que “las firmas pueden influenciar su costo de capital afectando la precisión y la cantidad de información que se hace disponible para los inversores. Lo anterior se puede lograr a través de la selección de los estándares contables que la firma utiliza, o también a través de sus políticas de revelación corporativa hacia el mercado”.

El estudio realizado por PriceWaterHouseCoopers señala que existe una sustancial oportunidad para que las compañías mejoren la forma en que reportan al mercado sus desempeños financieros y no financieros, e indica que existen dos brechas relacionadas con estos reportes.

La primera es una “brecha de información de los usuarios”, que se genera a partir de las diferencias respecto a la importancia que le asignan analistas e inversores a las distintas medidas financieras y no financieras, y cuán satisfechas están las necesidades de información de estas medidas por parte de los ejecutivos de las compañías.

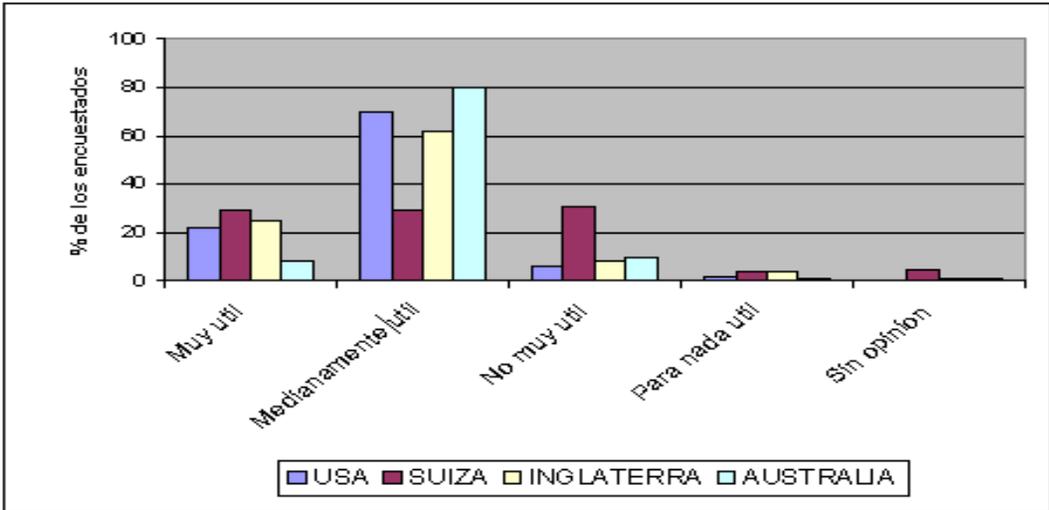
El estudio señala que tanto analistas como inversores (la comunidad financiera), perciben que existen brechas de información en una serie de medidas financieras y no financieras. Los primeros creen que existen grandes diferencias en la importancia que le asignan los ejecutivos corporativos al reporte de indicadores no financieros, como el crecimiento de mercado, las utilidades provenientes de nuevos productos, la participación de mercado y la fidelización de

los clientes, todas medidas no financieras que son muy relevantes para los analistas. Mientras, los inversores creen que existen brechas muy grandes en el reporte de variables financieras y no financieras por parte de los ejecutivos corporativos de las empresas en que poseen inversiones, e incluso perciben que existen brechas en variables básicas financieras, como las utilidades y el flujo de caja.

La segunda es una “brecha de información del mercado”. Tanto analistas como inversionistas creen que las compañías pueden hacer un mejor trabajo en proveer información de variables financieras y no financieras.

En la figura 14 se observa los resultados de la encuesta, que fue aplicada a inversionistas institucionales de diversos países como Estados Unidos, Inglaterra, Suiza, y Australia, entre otros, entregó derivaciones muy interesantes respecto al grado de utilidad que le asignan los distintos inversionistas institucionales de estos países a los reportes financieros de las compañías donde poseen inversiones en renta variable, para comunicar el verdadero valor de una compañía.

Figura 14. Grado de satisfacción de los inversionistas institucionales con los actuales reportes financieros



Fuente: Valenzuela (2003)

La gran mayoría de ellos consideraron que los reportes financieros proporcionaban una “mediana utilidad” para tomar sus decisiones de inversión. De esto se pueden extraer dos conclusiones importantes:

- Que el verdadero valor de la empresa en esta nueva economía no se encuentra solo en los estados financieros (así lo perciben los inversionistas institucionales).
- Que existe una posibilidad de mejorar las formas en que se reportan los desempeños financieros y no financieros de las compañías.

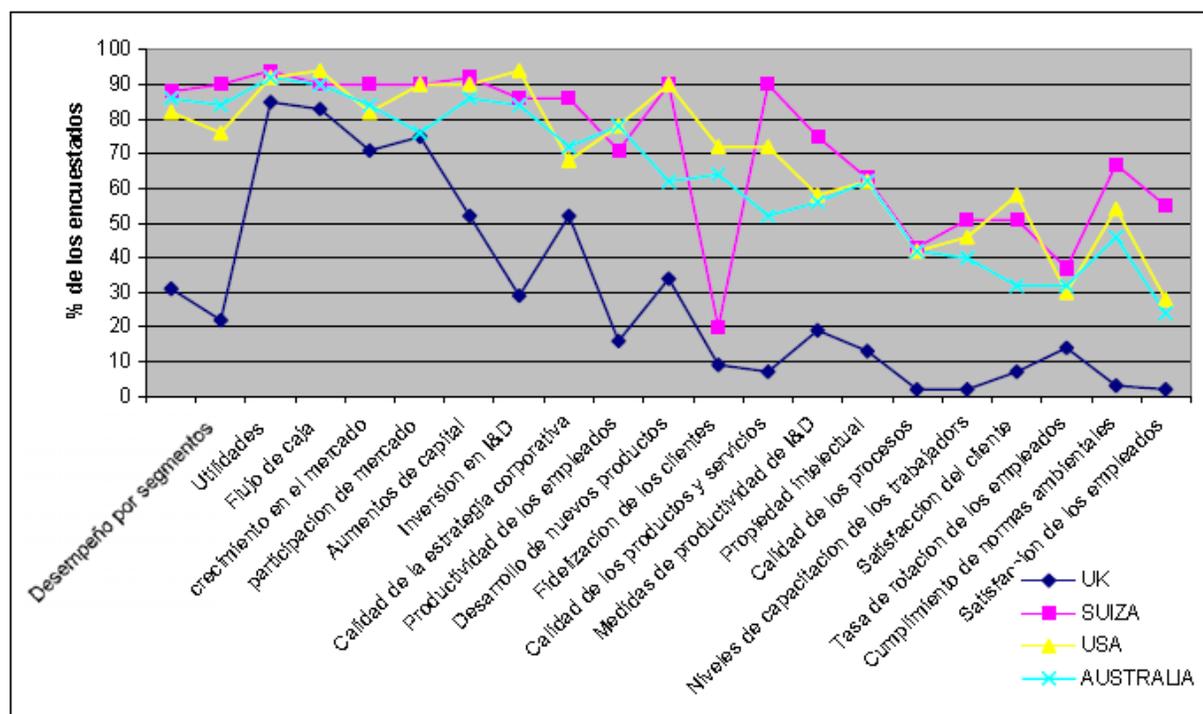
Otro resultado obtenido del estudio, fue que se determinaron la importancia que poseían los distintos factores financieros y no financieros en la toma de decisiones de inversionistas institucionales extranjeros. Una constante en las respuestas de estos, es que los factores financieros (utilidades, flujo de caja, información sobre costos) siempre fueron catalogados con mayor importancia que los factores no financieros (participación de mercado, fidelización de los clientes, calidad de los procesos).

De igual manera se menciona que para los inversionistas institucionales en Inglaterra las medidas financieras - utilidades y el flujo de caja - son consideradas las más importantes al evaluar una potencial inversión en acciones. Le siguen algunas medidas no financieras con el mismo nivel de importancia, - participación de mercado, propiedad intelectual, productividad de la investigación y desarrollo-. Sin embargo otros indicadores no financieros como la fidelización y satisfacción del cliente, son considerados poco relevantes para la toma de decisiones de inversión.

Para los inversionistas institucionales suizos, los resultados son un tanto similares a los anteriores, pero con algunos matices que los diferencian. También las medidas financieras tradicionales como el flujo de caja y las utilidades representan los factores más importantes al evaluar una potencial compra de acciones. Lo siguen, de acuerdo a su importancia, medidas no financieras como la participación de mercado, calidad de los productos y servicios, y el desarrollo de nuevos productos. Como factor no financiero de menor relevancia está la fidelización de los clientes y la tasa de rotación de los empleados.

Un similar análisis se puede hacer para los inversionistas estadounidenses y australianos, como se observa en la figura 15:

Figura 15. Grado de importancia de factores financieros y no financieros en las decisiones de inversión de inversionistas institucionales extranjeros



Fuente: Valenzuela (2003)

2.11.3. Estudio realizado por la Dra. Deyanira Bernal en México

La tesis desarrollada por la Dra. Deyanira Bernal Domínguez titulada Modelos de valuación empresarial y decisiones de inversión en la industria de alimentos de Sinaloa, representa un gran sustento técnico y científico para el desarrollo de este trabajo de investigación. Su enfoque de investigación aplicado fue el mixto (cuantitativo y cualitativo). Para el desarrollo de su estudio diseñó y validó un instrumento de investigación que le permitió medir la manera como toman decisiones de inversión los empresarios industriales de alimentos en Sinaloa. Bernal (2009) generalizó los datos de una muestra representativa estadísticamente. Su cuestionario incluye variables de investigación, los factores financieros y no financieros, que inciden en el comportamiento de las inversiones del sector en el periodo 2003-2005.

Las variables consideradas fueron el comportamiento en ventas, comportamiento en liquidez, comportamiento en utilidad de operación, costos de financiamiento bancario, costos

de financiamiento socios, expectativas, sistemas de información gerencial, administración de riesgos, programas de apoyo gubernamentales, experiencia en el sector y maximización del valor de la inversión las cuales impactan en el comportamiento de las inversiones empresariales. El estudio se dirigió a las empresas industriales de alimentos ubicadas en Culiacán Sinaloa, debido a que es el sector manufacturero de mayor importancia económica en esa entidad.

Entre los hallazgos principales encontrados esta que el 80% de las empresas de Sinaloa tuvieron un comportamiento en sus inversiones a la alza en el periodo.

Por otra parte los empresarios entrevistados no invirtieron en actualización tecnológica, adquisición de terrenos y edificios, investigación y desarrollo, capacitación del recurso humano del área de producción, del área directiva, en instalación de nuevas sucursales, en diversificación, adquisición de otras empresas, fusiones, alianzas y otros. El sector industrial de alimentos en Sinaloa no está aplicando estrategias de crecimiento que sí están desarrollando los industriales de alimentos nacionales. Para una mayor comprensión se menciona que las estrategias de crecimiento de la industria alimentaria nacional han sido a través de la adquisición de empresas del mismo ramo al interior y al exterior, entre las que destacan por ejemplo, Herdez, Lala, Bachoco y Alpura.

Un resultado relevante es que los planes de política pública estatal se orientan a empresas que no maximizan el valor de sus inversiones, por lo que, para lograr que el sector se fortalezca y consolide, según afirma Hecking (2002), se requiere que los negocios tomen sus decisiones empresariales con base en la gestión basada en el valor.

Finalmente Bernal (2009) recomienda aplicar la gestión basada en el valor —su objetivo financiero es la maximización del valor de la inversión— como una alternativa para eficientar las acciones gerenciales, dado que una de las principales problemáticas del sector de su estudio es la deficiencia organizacional. Así que la autora presenta el modelo del EVA como una propuesta para la gestión del valor en las empresas industriales de alimentos en Sinaloa

2.12.Propuesta para la medición de los intangibles (factores no financieros):

En la mayoría de los trabajos empíricos revisados, a excepción del trabajo de Alama (2008), no se especifican escalas de medición para las dimensiones de los componentes del capital intelectual, por lo que nuestro trabajo consistirá en suplir esta carencia.

Los indicadores no financieros incluidos en el modelo han sido extraídos del estudio de la consultora “Ernst and Young”. Se tomaran las dimensiones siguientes (cuatro) tomando como base las seleccionadas en una entrevista inicial a 10 directivos objeto del pilotaje del instrumento como son:

1. Calidad del management: Los indicadores que se medirán son la experiencia del management, calidad de la estrategia corporativa y ejecución de la estrategia corporativa.
2. Fortaleza de la posición del mercado: Los indicadores que se medirán son participación del mercado, imagen de la marca e innovación.
3. Fortaleza de la cultura corporativa: Los indicadores que se medirán son tasa de rotación de personal, calidad de la capacitación a los empleados y calidad de los sistemas de incentivos por desempeño.
4. Calidad de los productos y servicios: Los indicadores que se medirán son calidad de los procesos, calidad percibida por los clientes y durabilidad del producto.

2.12.1. Variables del modelo propuesto.

En nuestra investigación las variables independientes son el comportamiento de los factores financieros ventas, utilidad de operación, estructura financiera, costos de financiamiento y costos fiscales así como los intangibles o factores no financieros como son los mencionados en el párrafo anterior. Al igual que Bernal (2009) se adicionará con la administración de riesgos y apoyos gubernamentales, ya que se considera importante identificar la gestión que se realiza en los riesgos de estas empresas y sus efectos para contrarrestarlos así como conocer los estímulos que otorga el gobierno federal y estatal para promover las inversiones en este sector en específico. La variable dependiente será el comportamiento de las inversiones directas realizadas y la maximización del valor de la

inversión. Cabe recordar que toda la información procesada será referente el periodo objeto de este estudio: 2008-2010.

En cuanto a las variables de control, en la tabla 15 podemos observar las más utilizadas por los investigadores de los trabajos revisados, aunque también hay otras que se utilizan con frecuencia (no figuran en la tabla) como son: monto de capital, cuotas sindicales (Huselid, 1995), promedio de instalación por equipo de proceso (De Carolis, 2003), innovación en producto o servicio (Subramanian y Youndt, 2005).

Tabla 15. Variables de control más utilizadas

VARIABLES DE CONTROL	AUTORES
Tamaño (número de empleados)	Alama, 2008, Huselid, 1995, Tsai y Ghosal, 1998, Hitt et al, 2001, De Carolis, 2003, Youndt et al, 2004, Carmeli y Tishler, 2004, Youndt y Snell, 2004, Subramanian y Youndt, 2005, Gallego y Rodriguez, 2005 y Aldana, 2008.
Edad (número de años de la empresa)	Alama, 2008, De Carolis, 2003, Carmeli 2004, Youndt et al 2004, Moran,2005.
Incertidumbre del entorno	Carmeli y Tishler, 2004, Carmeli 2004
Localización	Carmeli y Tishler, 2004
Poder de mercado	Hitt et al, 2001, Tippins y Sohi, 2003
Clientes	Hitt et al, 2001
Gasto en I + D	De Carolis, 2003, Youndt y Snell, 2004
Dinamismo y complejidad de la industria	Youndt et al, 2004, Youndt y Snell, 2004, Subramanian y Youndt, 2005

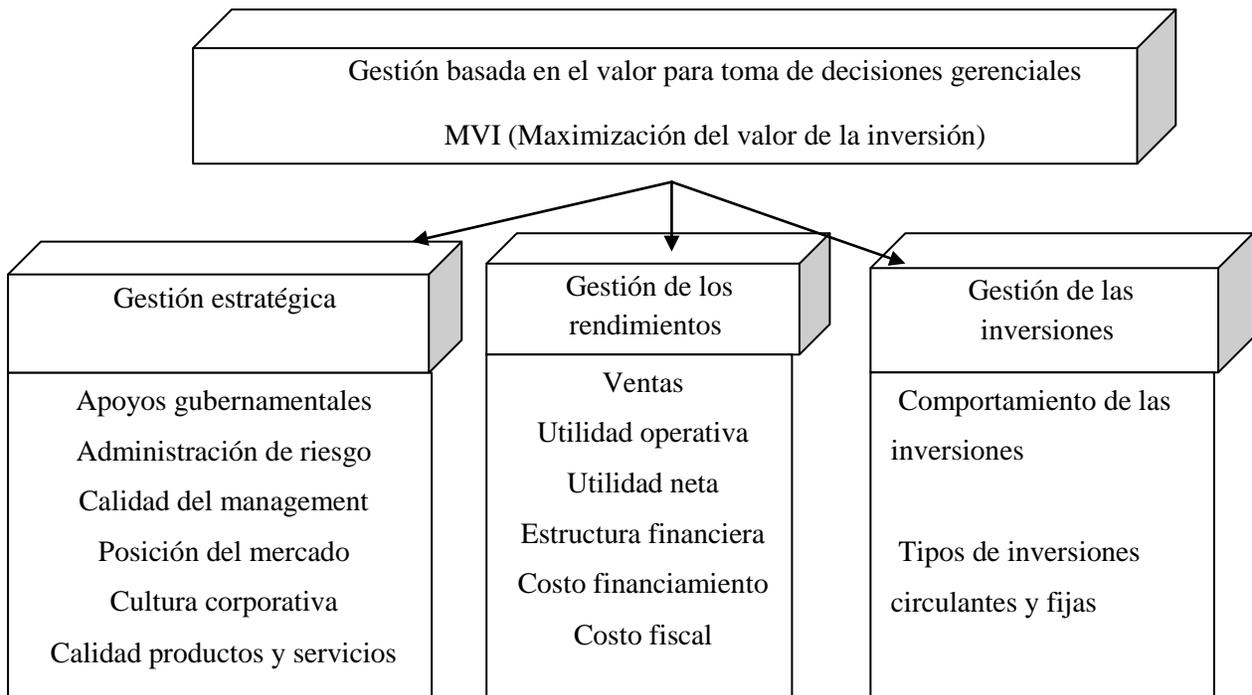
Fuente: Elaboración propia (2010)

Las variables de control tamaño y edad han sido las más utilizadas en los trabajos revisados y los indicadores usados para su medición son el número de empleados con los que cuenta la empresa, y el número de años de la empresa desde su fundación, precisamente son los que hemos elegido para nuestra investigación.

2.12.2. Descripción Integral del modelo de medición de factores financieros e intangibles para tomo de decisiones de inversión.

A continuación se presenta en la figura 16 el modelo causal de la investigación donde se exponen los inductores de valor seleccionados para medir las relaciones con el comportamiento de las inversiones en el sector objeto de estudio:

Figura 16. Modelo de gestión basado en el valor para toma de decisiones empresariales



Fuente: Elaboración propia con base en Fernández (2005), Bernal (2009) y Ernst & Young (1997)

CAPÍTULO III

METODOLOGÍA DE

LA INVESTIGACIÓN

3. Capítulo III. Metodología de la investigación.

La investigación es siempre la búsqueda de solución a algún problema de conocimiento, como el que nos planteamos en la introducción de este trabajo. La manera o el modo como daremos solución a este problema constituye el método a utilizar en la investigación.

Existen gran variedad de métodos en la investigación social, que provienen de dos corrientes principales: métodos cualitativos y métodos cuantitativos. Este estudio se enfoca de manera directa al método cuantitativo, en virtud de las ventajas que ofrece en cuanto a validez y confiabilidad. La investigación social cuantitativa se basa en el paradigma explicativo, dicho paradigma utiliza información cuantificable para describir o tratar de explicar los fenómenos que estudia, los cuales son situaciones ya existentes en la realidad, no han sido provocadas por el investigador, de modo que se puede decir también que se trata de una investigación no experimental. Asimismo, se hace la recogida de datos en un solo momento del tiempo, siendo entonces una investigación transversal.

En el presente capítulo se expone la metodología utilizada para analizar el modelo específico de investigación presentado en el capítulo segundo. En un primer apartado se explican las fases que implicó el diseño de la herramienta de recogida de datos, luego el proceso para la elección de la población y la muestra, y por último se reseñan las técnicas utilizadas para el análisis de los datos.

3.1. Hipótesis.

Según Rappaport (1998), Stewart (2000), Bernal (2009) y Alama (2008), aseveran que las acciones que maximizan el valor de una empresa son: aumentar las ventas, disminuir los costos y gastos, aumentar la liquidez, disminuir los activos fijos improductivos, aumentar los activos fijos viables – cuyo rendimiento sea mayor a su costo – disminuir la carga fiscal, disminuir el riesgo y el costo de financiamiento de la inversión, aprovechar apoyos gubernamentales, fortalecer el capital intelectual de la empresa, formado por el factor humano

(las personas), factor estructural (procesos, tecnología, innovación) y factor relacional (alianzas con clientes y proveedores).

Debido a lo anterior se plantearon las siguientes hipótesis de investigación (alternativa y nula) que circunscriben la manera como toman las decisiones gerenciales los empresarios de la industria de alimentos del Estado de Yucatán, partiendo previamente de una hipótesis central.

Hipótesis central

Los factores financieros (ventas, utilidad de operación, utilidad neta, estructura financiera, costos de financiamiento y costos fiscales) y no financieros (apoyos gubernamentales, administración de riesgos, calidad del management, posición del mercado, cultura corporativa, calidad de los productos y servicios) influyen de modo positivo (alza de las inversiones) en el comportamiento de las inversiones directas en empresas industriales de alimentos en Yucatán.

Hipótesis de investigación

Hipótesis 01:

H0: Para Los inversionistas de la industria de alimentos del Estado de Yucatán los factores financieros y los no financieros al momento de tomar decisiones de inversión son iguales.

H1: Para Los inversionistas de la industria de alimentos del Estado de Yucatán los factores financieros y los no financieros al momento de tomar decisiones de inversión son diferentes.

Hipótesis 02:

H0. No existe una relación entre el comportamiento de la inversión empresarial en el sector de alimentos de Yucatán y la maximización del valor de la inversión.

H1. Existe una relación entre el comportamiento de la inversión empresarial en el sector de alimentos de Yucatán y la maximización del valor de la inversión.

Hipótesis 03:

H0. Los programas de apoyo gubernamentales están desvinculados de la maximización del valor de la inversión de los dueños o accionistas de las empresas del sector de la industria de alimentos en el Estado de Yucatán.

H1. Los programas de apoyo gubernamentales no están desvinculados de la maximización del valor de la inversión de los dueños o accionistas de las empresas del sector de la industria de alimentos en el Estado de Yucatán.

3.2. Alcance de la investigación.

El estudio está dirigido a empresas de alimentos del Estado de Yucatán pues es uno de los sectores manufactureros de mayor relevancia e importancia económica en la entidad. Los planes de política pública estatal están orientados a éste subsector, como se ha mencionado en el capítulo II de este documento, generando grandes expectativas en la obtención de divisas vía la exportación de los productos ofrecidos por parte de un gran número de ellas. El alcance se desarrolló contextualmente en el periodo promedio anual 2008 – 2010, ya que según SEFOE durante este periodo la industria objeto del presente estudio ha tenido un crecimiento considerable así como también se ha incrementado en ese lapso el número de ellas que realizan exportaciones.

3.3. Variable de investigación.

Las variables de investigación se presentan en la siguiente tabla, y están formadas por:

Tabla 16. Variables de investigación dependientes (VP) e Independientes (VI)

DEPENDIENTES	
1. Comportamiento de la inversión directa en empresas del sector industrial de alimentos procesados de exportación en Yucatán. Periodo: 2008 – 2010. 2. Maximización del valor de la inversión de los accionistas	
INDEPENDIENTES	
Financieras	No financieras
1. Crecimiento en las ventas. 2. Comportamiento de las utilidades de operación 3. Comportamiento de la utilidad neta. 4. Estructura financiera 5. Costos de financiamiento 6. Costos fiscales	7. Apoyos gubernamentales 8. Administración de riesgos 9. Calidad del management: experiencia, calidad de estrategia y ejecución. 10. Posición del mercado: participación del mercado, imagen de marca, investigación y desarrollo y 11. Cultura corporativa: Tasa de rotación, capacitación, incentivos por desempeño. 12. Calidad de los productos y servicios: Calidad percibida por el cliente, durabilidad del producto, calidad de los procesos.

Fuente: Elaboración propia (2011)

3.4. Conceptualización de las variables de investigación.

El sustento teórico para la composición de las variables tiene base en el enfoque de gestión de inductores de valor en las empresas para la toma de decisiones gerenciales. Las definiciones conceptuales de las variables dependientes e independientes se aprecian en la tabla 17:

Tabla 17. Concepto técnico de las variables de investigación

<i>Variable de investigación dependiente:</i>	
1	<p>Comportamiento de la inversión directa realizada:</p> <p>La inversión directa se compone por activos de corto y de largo plazo, es decir, por la sumatoria del capital de trabajo y activo fijo neto. Es un conjunto de gastos de capital con el objeto de generar valor al negocio. El comportamiento de la inversión directa realizada en un periodo determinado es identificar si ha habido <u>alzas o bajas</u> en este rubro.</p>
2	<p>Maximización del valor de la inversión (MVI):</p> <p>El rendimiento operativo sobre el capital invertido debe de ser mayor al costo promedio ponderado del capital para maximizar el valor de la inversión.</p> <p>La MVI es un indicador financiero para la toma de decisiones gerenciales.</p>
<i>Variable de investigación independiente:</i>	
1	<p>Comportamiento en ventas:</p> <p>El comportamiento del volumen de las ventas se mide con base en <u>el alza o baja</u> que se haya tenido en el periodo objeto de la investigación. Los factores determinantes del alza del volumen de ventas pueden ser: experiencia en el sector, mercado potencial, ventaja competitiva, aumento en la cadena de valor, innovación y mejoras en los productos, aprovechar apoyos del gobierno, aumento de inversión en capital de trabajo y activos fijos, estímulos fiscales, bajas tasas de interés, oferta de créditos bancarios y otros.</p> <p>Los aspectos que ocasionan baja son: competencia desleal, disminución de la participación en el mercado, productos sustitutos, precios no competitivos, falta de financiamiento, falta de liquidez para ofrecer crédito a clientes y otros.</p>
2	<p>Comportamiento en utilidad de operación:</p> <p>El comportamiento de la utilidad de operación se determinará con base al alza o baja en el periodo referido de la investigación. Esta utilidad se da cuando las ventas son mayores a los</p>

	costos de producción de lo vendido y gastos de operación. Esto puede suceder por contar con eficiencia en el área de producción y organización. Éste es un indicador financiero, presentado en el estado de resultados en un periodo determinado.
3	<p>Comportamiento en utilidad neta:</p> <p>El comportamiento de la utilidad neta se determinará con base al alza o baja en el periodo referido de la investigación. La utilidad neta es uno de los conceptos más importantes en contabilidad. Se calcula como la diferencia entre el ingreso realizado en un periodo y los gastos que se asocian directamente con ese ingreso o que, por alguna otra razón, se deben reconocer como incurridos dentro del periodo.</p>
4	<p>Estructura financiera:</p> <p>Principales fuentes de financiamiento utilizadas, destino de los recursos obtenidos vía financiamiento y estructura del capital interno y externo con respecto al total activo.</p>
5	<p>Costos de financiamiento:</p> <p>Los costos de las fuentes de financiamiento son el resultado de lo que le cuesta a la empresa el dinero ajeno y el dinero propio invertido en sus activos de largo plazo.</p> <p>El costo del dinero ajeno está dado por el costo del financiamiento bancario y el del dinero propio por el costo de financiamiento de los socios.</p>
6	<p>Costos fiscales:</p> <p>Los costos fiscales son los erogados por concepto de impuestos federales y estatales.</p>
7	<p>Apoyos Gubernamentales</p> <p>Conocimiento y acceso a los apoyos gubernamentales, tipos y organismos que han otorgado apoyo.</p>
8	<p>Administración de riesgos</p> <p>Identificación de aspectos problemáticos de la empresa, conocer si con base en estos realizan una administración de sus riesgos y beneficios.</p>
9	<p>Calidad del management</p> <p>Calidad en las características, valores y atributos del nuevo mando, así como en las funciones de un gerente, funciones del administrador moderno, proceso de management, roles gerenciales, técnicas para resolver problemas, responsabilidad y delegación.</p>
10	<p>Posicionamiento del mercado</p> <p>Son las disposiciones necesarias para que un producto ocupe un lugar claro, distintivo y deseable respecto de los productos competidores en la mente de los consumidores objetivo.</p>

11	<p>Cultura Corporativa</p> <p>Está formada por patrones de conducta, conceptos, valores, ceremonias y rituales que ocurren dentro de una organización.</p>
12	<p>Calidad de los productos y servicios</p> <p>Capacidad de la empresa para cumplir o exceder lo que los clientes esperan del producto o servicio, lo cual está básicamente definido por sus experiencias pasadas, por los comentarios de otras personas, por la comunicación externa de la empresa y por las necesidades personales de los clientes.</p>

Fuente: Elaboración propia (2011)

3.5. Población y muestra.

La población se seleccionó tomando en cuenta que la industria de alimentos, es una de las más importantes en el Estado de Yucatán, debido a su gran impacto en la generación de empleos en áreas rurales y su gran potencial para satisfacer la enorme demanda de los Estados Unidos y el resto del mundo. Importantes y reconocidos productos son hechos en Yucatán, como salsas de chile habanero, concentrado de frutas y condimentos. Como se mencionó en el capítulo II, según SEFOE, Yucatán es el quinto estado con mayor número de exportaciones de este sector a nivel nacional. Finalmente el subsector alimentos (mayor aportación de este grupo de empresas con producción exportable) es el que mayor contribución aporta al crecimiento económico del Estado.

El tamaño de la población de 97 empresas se determinó con el número total de unidades económicas del sector de industria de alimentos, publicadas por el Directorio Estadístico Nacional de Unidades Económicas (DENUE). Cabe mencionar que las empresas seleccionadas son de más de 30 empleados, dada la necesidad de que exista un área o departamento financiero dentro de esta clasificación. Se realizaron encuestas personales en las empresas seleccionadas a través de un muestreo probabilístico denominado aleatorio simple sin remplazo el cual consiste en que una vez seleccionada una empresa para encuestar, no puede volverse a seleccionar.

Respecto al tamaño de la muestra, su cuantía incide directamente en la disminución del error de estimación y por tanto en la representatividad de los resultados del análisis, por eso es que cuánto más elevado sea el tamaño de la muestra mejor. El tamaño de muestra se calculó a partir del padrón de empresas de alimentos en Yucatán (con una población de 97 empresas), se empleó un nivel de confianza del 95% y un margen de error del 5% por lo que se obtuvo un tamaño de muestra de 76 empresas y finalmente se lograron 52 (más adelante en la sección de limitaciones del proyecto se explica por qué no se cubrió la muestra total).

3.6. Diseño del cuestionario

Para la obtención de la información se decidió emplear la aplicación de la encuesta de manera personal como fuente de información primaria previamente elaborando un cuestionario.

Se seleccionó ésta metodología, ya que ofrece más garantías en cuanto a la identidad de la persona que contesta el cuestionario, a la explicación adecuada de los objetivos que persigue la misma, a diferencia de la encuesta telefónica o postal, ya que en estos casos, los directivos suelen encargar esta tarea a los asistentes y/o becarios.

Debido a las características del estudio, el cuestionario se presentaba como la herramienta de recogida de datos más apropiada ya que permite obtener información específica para la investigación que no es posible obtener de las bases de datos públicas.

La elaboración del cuestionario ha seguido un proceso riguroso que implicó una revisión exhaustiva de la bibliografía para poder preparar la versión inicial del mismo, luego se aplicó un pre-test, y por último se redactó la versión definitiva que se aplicará a todas las empresas de la muestra.

Como se ha visto en el capítulo anterior, la revisión de la bibliografía ha implicado el estudio de los diferentes modelos de valuación empresarial así como de medición del capital intelectual más representativos de los trabajos empíricos, identificando las dimensiones de cada componente que proponen en estos trabajos, y recogiendo los indicadores de medición propuestos, con la finalidad de elegir los más idóneos para nuestro modelo de medición.

Para la medición de los factores financieros de las variables independientes, las preguntas se basaron en seis dimensiones, como son: ventas, utilidad de operación, utilidad neta,

estructura financiera, costos de financiamiento y costos fiscales; en cambio las variables no financieras fueron seleccionadas con base en el estudio de la consultora “Ernst and Young” cuyas dimensiones extraídas son: calidad del management, posición de mercado, cultura corporativa y calidad de los productos y servicios; adicionalmente a ello se consideraron las variables de apoyos gubernamentales y administración de riesgos por la importancia que representa en este tipo de industrias.

El instrumento de medición es un cuestionario compuesto por 40 reactivos y se presenta a continuación, de manera separada en las tablas 18, 19 y 20, donde se plasma los factores financieros de variables dependientes e independientes así como los factores no financieros de las variables independientes:

Primeramente se desglosa en la tabla 18 cada uno de los factores financieros de las variables independientes en cada uno de sus componentes para explicar sus indicadores de medición:

Tabla 18. Concentrado de reactivos incluidos en el instrumento de investigación aplicado correspondiente a los factores financieros de las variables independientes:

Variable independiente	Dimensión	Indicador	Ítems de medición
FACTORES FINANCIEROS	Ventas	1) Ventas anuales	2
		2) Composición del mercado	3
		3) Comportamiento del volumen de las ventas (alzas y bajas) y factores que lo propiciaron	4, 5
		4) Importaciones de productos terminados para cubrir el mercado	6,7,8 y 9
	Utilidad de operación	1) Comportamiento de la utilidad de operación (alzas y bajas) y factores que la propiciaron	10
		2) Tasa de rendimiento operativo anual del negocio respecto a la inversión directa	11, 12
	Utilidad neta	1) Comportamiento de la utilidad (perdida) neta (alzas y bajas) y factores que la propiciaron	13
		2) Amortización de pérdidas	14, 15
	Estructura financiera	1) Fuentes de financiamiento utilizadas	16
		2) principal destino de los recursos obtenidos de las fuentes de financiamiento	17
		3) Cual es la estructura financiera con respecto al total activo.	18
		4) Representación del activo total dic/2010	24
		5) Tasa de depreciación anual promedio	25
	Costos de financiamiento	1) Tasa de interés bancaria anual promedio pagado por sus créditos	19
		2) tasa de rendimiento anual promedio que los inversionistas (socios o dueños del negocio) han exigido	20
Costos fiscales	1) Tasas de impuesto federal y estatal que ha pagado la empresa	21, 22	

Fuente: Elaboración propia (2011)

Seguidamente se desglosa en la tabla 19 cada uno de los factores financieros de las variables dependientes en cada uno de sus componentes para explicar sus indicadores de medición:

Tabla 19 Concentrado de reactivos incluidos en el instrumento de investigación aplicado correspondiente a los factores financieros de las variables dependientes:

Variable dependiente	Dimensión	Indicador	Ítems de medición
Factores Financieros	Inversión directa realizada	1) Principales motivos de inversión en la industria de alimentos; comportamiento de las inversión directa (alza o baja) y sus causas	23, 26, 27, 28
	Maximización del valor de la inversión	1) Rendimiento operativo sobre capital invertido, el cual debe de ser mayor al costo promedio ponderado de capital para maximizar el valor de la empresa.	12, 18, 19, 20

Fuente: Elaboración propia (2011)

Por lo que respecta a los factores no financieros como los apoyos gubernamentales y los intangibles, cabe señalar que en éste último, son pocos los trabajos que lo han estudiado en su totalidad, más bien los estudios se centran en alguno de sus componentes, de modo que éste trabajo ha consistido en seleccionar e integrar indicadores de medición procedentes de diversas fuentes, teniendo especial cuidado en las adaptaciones del caso para que se ajusten al objetivo del estudio y sector al que han sido aplicadas, precisamente en eso consistió la segunda etapa, referida a la redacción de la versión inicial del cuestionario.

Finalmente se desglosarán en la tabla 20 cada uno de los factores no financieros de las variables dependientes en cada uno de sus componentes para explicar sus indicadores de medición:

Tabla 20. Concentrado de reactivos incluidos en el instrumento de investigación aplicado correspondiente a los factores no financieros de las variables dependientes.

Variable independiente	Dimensión	Indicador	Ítems de medición
Factores no Financieros	Apoyos gubernamentales	Estímulos por organismos gubernamentales orientados a promover las inversiones en un sector en específico	32, 33, 34, 35, 36, 37, 38
	Administración de riesgos	Principales riesgos en el interior de la empresa / Controles de administración de riesgos establecidos	39, 40
	Calidad del management	1) Experiencia del management	29, 30, 31
		2) Calidad de la estrategia del management	
		3) Resultado de la ejecución de su estrategia	
	Posición del mercado	1) Participación en el mercado	29, 30, 31
		2) Imagen de la marca	
		3) Investigación y desarrollo e innovación	
	Cultura corporativa	1) Tasa de rotación de personal	29, 30, 31
		2) Calidad de la capacitación a empleados	
		3) Calidad de los sistemas de incentivos por desempeño	
	Calidad de los productos y servicios	1) Calidad percibida por los clientes	29, 30, 31
2) Durabilidad del producto			
3) Calidad de los procesos			

Fuente. Elaboración propia (2011)

3.7. Validez y confiabilidad.

Confiabilidad según Grande y Abascal (1999), significa que siempre que se aplique el instrumento a la misma persona de resultados similares.

Para evaluar la confiabilidad del instrumento se aplicó el Alfa de Cronbach, que estima la correlación entre todos los ítems de la muestra y es bueno cuando su valor es igual o mayor a 0.80, aunque puede aceptarse hasta 0.70 cuando las unidades de satisfacción son muy pocas. Por lo tanto la confiabilidad solo podrá ser demostrada hasta después de la aplicación del instrumento (Nunnally, 1978). Después de capturar todos los cuestionarios aplicados a la muestra de la población en el sistema SPSS se obtuvo Alfa de Cronbach de .82.

La validez es el grado en que una prueba mide lo que se pretende medir realmente; es decir, si la prueba sirve en realidad al propósito para el cual fue hecha (Rodríguez y García, 1982).

La validez fue realizada a través de la revisión de dos especialistas en el área del conocimiento y un experto en el área de metodología. A cada uno de ellos se le entregó aparte del instrumento a validar, los objetivos de investigación y el cuadro de operacionalización de las variables

Una vez reportadas las recomendaciones por los sujetos validadores, se realizó una revisión y adecuación a las sugerencias suministradas y posteriormente su aplicación a la muestra definida.

Durante el proceso del trabajo de campo los encuestadores se apoyaron de tarjetas las cuales sirvieron para el mejor entendimiento del cuestionario por parte de los encuestados y facilitar en algunos casos el recordar las respuestas.

3.8. Variables de control.

En cuanto a la medición de las variables de control se consideró el número de empleados que laboran; nombre, edad, puesto y años de experiencia de la persona que resolvió la encuesta, así como los productos que la empresa elabora. Prácticamente todos los empresarios proporcionaron su correo electrónico con el fin de recibir los resultados finales de la investigación. Todo ello se cuestionó en el ítem 01.

3.9. Limitantes de la investigación.

La base de datos de donde se obtuvo la muestra (DENUE) contenía información errónea de las empresas como direcciones y número de empleados incorrecto.

Casi la tercera parte de las empresas de la muestra no quisieron dar información o no se localizaron. Entre los argumentos que ofrecieron para no participar en el estudio están las empresas familiares y como tales no proporcionan datos de ningún tipo a extraños. Por último, afecto en la negativa de responder la encuesta, el gran problema de inseguridad que afecta a todo el país lo cual origina una enorme desconfianza por parte del sector empresarial en cuanto a responder encuesta económica y financiera. A raíz de la problemática de acceso a la información financiera de las mismas se recurrió a la Secretaría de Economía, Cámara Nacional de la Industria de Restaurantes y Alimentos Condimentados (CANIRAC), Colegio de Maestros de Administración y Políticas Públicas (COMAPPS) y la Asociación Mexicana de Mujeres Empresariales de México (AMMEYUC) para que a través de su injerencia e interés por los resultados de esta investigación hagan conciencia en los empresarios a participar de manera voluntaria y activa en proporcionar la información solicitada.

CAPÍTULO IV

RESULTADOS

4. Capítulo IV. Resultados.

Lo expuesto en este capítulo procede de la investigación de campo lograda mediante la aplicación del instrumento a directivos de empresas industriales del sector de alimentos del Estado de Yucatán. Todas las empresas encuestadas se encuentran dentro del padrón del Directorio Estadístico Nacional de Unidades Económicas (DENUE).

El cuestionario consta de 12 aspectos referentes a las variables de investigación con la finalidad de medir los factores financieros y no financieros que toman en cuenta los directivos de estas empresas para tomar decisiones de inversión en el sector referido. A continuación se mencionarán los datos obtenidos en el mismo orden de las preguntas del instrumento quedando los apartados de la siguiente manera:

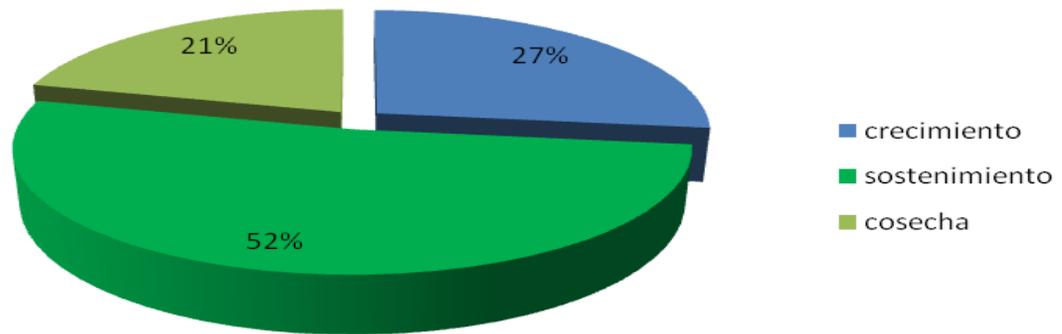
- 1) Perfil de la empresa
- 2) Ventas
- 3) Utilidad de operación
- 4) Utilidad neta
- 5) Estructura financiera
- 6) Fuentes y costos de financiamiento
- 7) Costos fiscales
- 8) Inversiones directas realizadas
- 9) Factores no financieros
- 10) Apoyos gubernamentales
- 11) Administración de riesgos
- 12) Maximización del valor de la inversión

4.1. Perfil de la empresa.

El 52% de las empresas encuestadas se encuentran actualmente en la etapa de sostenimiento, 27% en crecimiento y solo un 21% en etapa de cosecha, estas últimas, son aquellas empresas que han superado las dos fases anteriores y que no requieren inversiones

importantes, sino más bien incrementar su flujo de efectivo. Esto puede verse reflejado en la siguiente figura:

Figura 17. Etapas de vida de la industria de alimentos de Yucatán



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

Los tres principales motivos por el cual los empresarios de este sector decidieron invertir en la industria de alimentos en Yucatán son: la experiencia en el sector, la ubicación geográfica del Estado y el mercado potencial previsto.

En cuanto a sus empleados, tienen en promedio 171 sin embargo la mitad de estas tiene 41 empleados o menos, cabe recalcar que a pesar de que se seleccionaron solo empresas con 30 o más empleados, hubo empresas con menos de esa cantidad debido a que tienen periodos de contratación de eventuales lo cual incrementa su plantilla y las ubica dentro de la clasificación del estudio. En el caso de estas empresas solo se consideraron para este efecto dos que realmente contaban con un área financiera encargada de todo lo referente al análisis e interpretación de la información base para toma de decisiones. Por último, la empresa que más empleados tiene son 2,500.

En la tabla 21 se observa que el 26.9% de las personas encuestadas son del género femenino y el 73.1% es masculino; los puestos que ocupan son 36.5% de Administrador o Gerente y el 52% de Director de finanzas o contralor. Cabe recalcar que todos los encuestados participan de manera directa en la toma de decisiones. Por otra parte, el 40.4% de ellos lleva más de cinco años trabajando en la compañía y la profesión que predominó en un 32.7% es Contador Público, el rango de edad de casi la tercera parte de los que respondieron la encuesta, es decir, el 30.8% va de los 39 a los 45 años de edad.

Tabla 21 Perfil de los encuestados

	Frecuencia	Frec Acum.	Porcentaje	% acumulado
<u>Sexo</u>				
Femenino	14	14	26.9	26.9
Masculino	38	52	73.1	100.0
<u>Puesto</u>				
Dueño/accionista/Propietario	6	6	11.5	11.5
Administrador /Gerente general	19	25	36,5	48.0
Director finanzas / Contralor	27	52	52.0	100.0
<u>Años en el puesto</u>				
Menos de un año	5	5	9.6	9.6
De uno a tres años	11	16	21.2	30.8
Más de tres y hasta cinco años	15	31	28.8	59.6
Más de cinco años	21	52	40.4	100.0
<u>Profesión</u>				
Contador publico	17	17	32.7	32.7
Lic. en administración de empresas	9	26	17.3	50.0
Ingeniero industrial	7	33	13.5	63.5
Alta dirección	2	35	3.8	67.3
Comerciante	5	40	9.6	76.9
Otros	12	52	23.1	100.0
<u>Edad</u>				
Mas de 59 años	2	2	3.8	3.8
De 53 a 59 años	2	4	3.8	7.6
De 46 a 52 años	5	9	9.6	17.2
De 39 a 45 años	16	25	30.8	48.0
De 32 a 38 años	12	37	23.1	71.1
De 25 a 31 años	15	52	28.9	100.0

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

4.2. Ventas.

El crecimiento de las ventas es considerado un inductor de valor empresarial, según opiniones de Damodaran (2003), Stewart (2000) y Rappaport (1998), entre otros autores. La toma de decisiones de inversión se hace en un primer momento con un estudio del mercado donde se pretende desplazar los productos o servicios ofrecidos por las empresas. En el momento en que las ventas inician su paso ascendente se dice que la empresa aumenta su valor para los accionistas.

Las empresas del sector alimentos venden sus productos en diversos mercados, el promedio de las ventas que corresponde al mercado municipal es el 54%, al mercado estatal 57%, al mercado nacional 53%, y al mercado extranjero 43%.

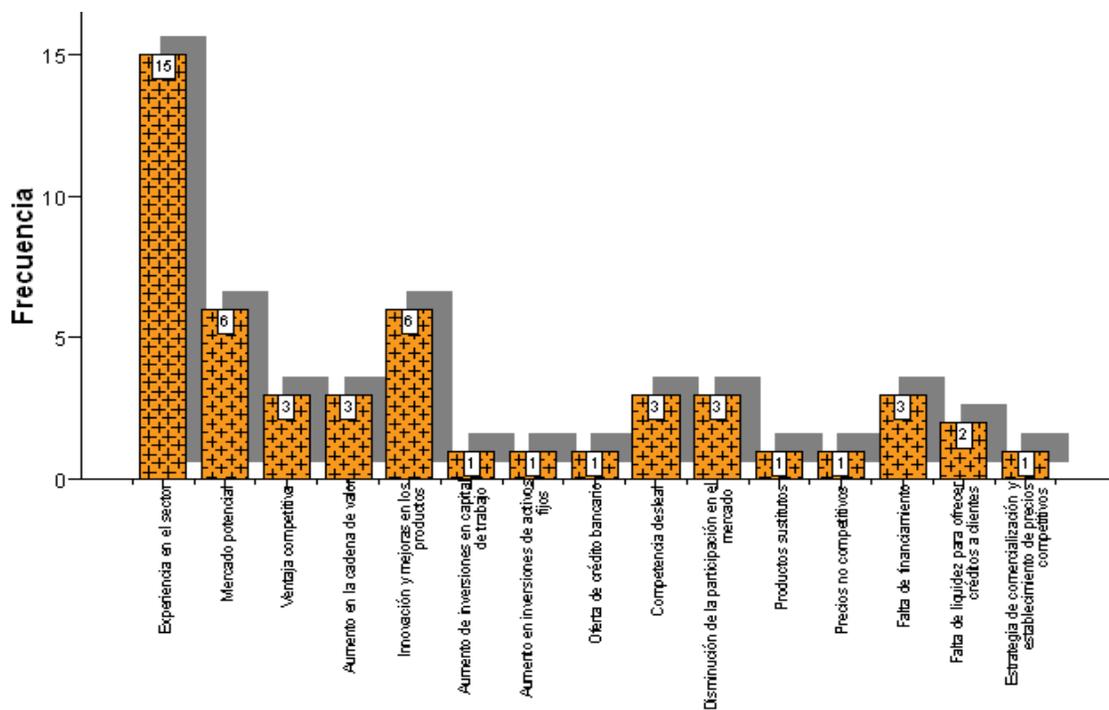
En la tabla 22 se refleja que el 55.8% de las empresas encuestadas afirmaron que el comportamiento en el volumen de sus ventas fue a la alza en el periodo 2008 – 2009 y en la figura 18 se observa que el principal factor que influyó en dicho comportamiento fue la experiencia en el sector seguido de la visualización de un mercado potencial y de la ventaja competitiva.

Tabla 22. Comportamiento del volumen de las ventas del periodo 2008 – 2009

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válidos	A la alza	29	55.8	58.0	58.0
	Se mantuvo igual	15	28.8	30.0	88.0
	A la baja	6	11.5	12.0	100.
	Total	50	96.2	100.	0
Perdidos	Sistema	2	3.8		
Total		52	100.0		

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

Figura 18. Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de las ventas en el periodo 2008 – 2009.



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

En la tabla 23 se observa la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.001 para el estadístico obtenido al ser menor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las ventas para el periodo 2008-2009 y el principal factor que consideraron los empresarios como causa de alza, experiencia en el sector, están relacionados. La fuerza de la relación fue medida con el coeficiente de Spearman, debido a que las escalas de medición de ambos ítems son ordinales, arrojando un resultado del 48.5 %, por lo que la relación es mediana, ni muy alta pero tampoco baja.

Tabla 23. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento a la alza de ventas vs factores causales (periodo 2008-2009)

	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)
Chi cuadrada de Pearson	57.134	28	.001
Razón de verosimilitudes	52.963	28	.003
Asociación lineal por lineal	15.114	01	.000
Número de casos válidos	50		

	Medidas simétricas			
	Valor	Error típico asintótico	T aproximada	Significancia aproximada
Ordinal por ordinal				
Correlación de Spearman	.485	.120	3.841	.000
Número de casos válidos	50			

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

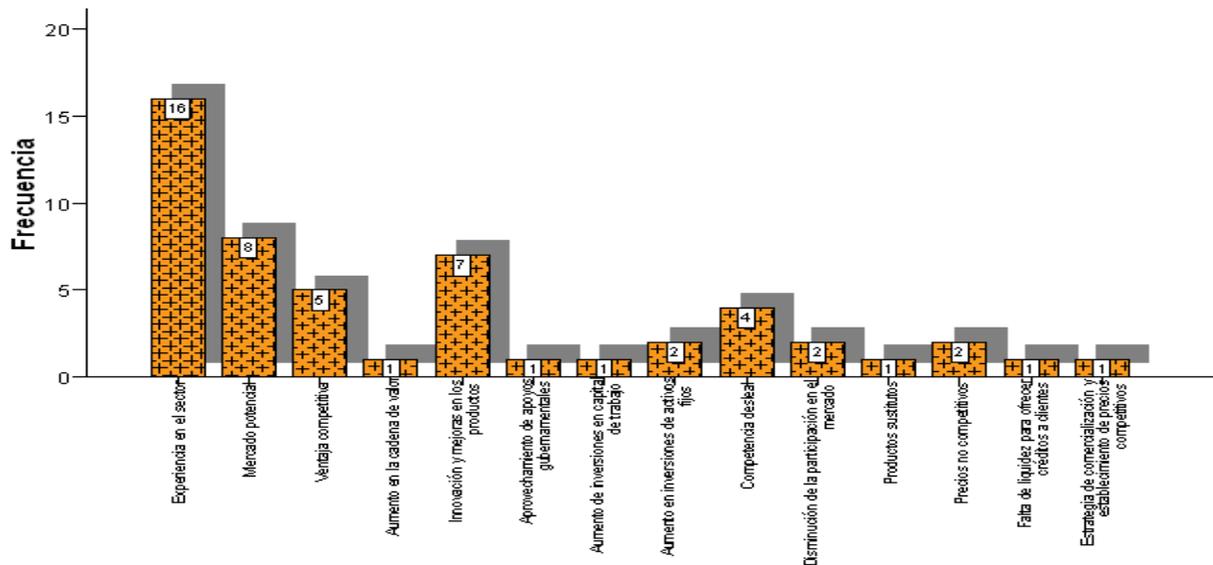
La tabla 24 indica que casi el mismo porcentaje que en el periodo anterior poco más de la mitad de las empresas del sector alimenticio (59.6%) dijeron que el volumen de sus ventas se fue a la alza durante el periodo 2009-2010, las principales razones que dijeron causaron dicho comportamiento se reflejan en la figura 19 y fueron en primer lugar la experiencia en el sector seguido de la percepción del mercado potencial y la ventaja competitiva, coincidiendo de igual manera con el periodo anterior.

Tabla 24. Comportamiento del volumen de las ventas del periodo 2009 – 2010

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válidos	A la alza	31	59.6	59.6	59.6
	Se mantuvo igual	14	26.9	26.9	86.5
	A la baja	7	13.5	13.5	100.
	Total	50	96.2	100.	0
Perdidos	Sistema	2	3.8		
Total		52	100.0		

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

Figura 19. Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de las ventas en el periodo 2009 - 2010



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

En la tabla 25 la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.002 para el estadístico obtenido al ser menor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las ventas para el periodo 2009-2010 y el principal factor que consideraron los empresarios como causa de alza, experiencia en el sector, están relacionados. La fuerza de la relación fue medida con el coeficiente de Spearman arrojando un resultado del 55%, por lo que la relación es mediana, ni muy alta pero tampoco baja.

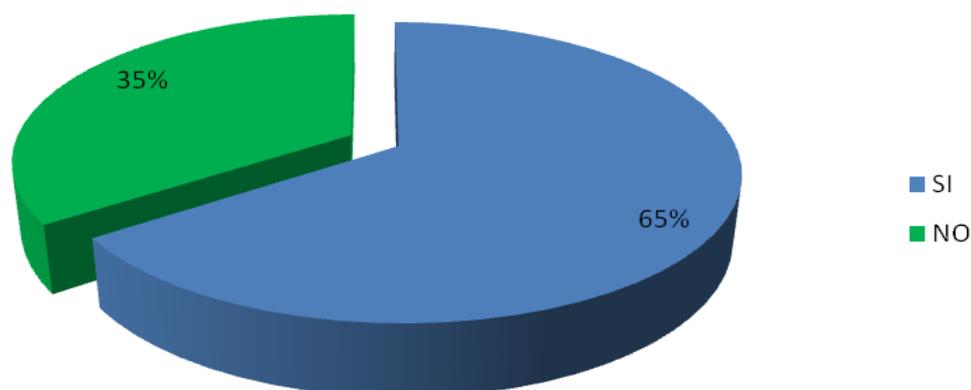
Tabla 25. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento a la alza de ventas vs factores causales (periodo 2009-2010)

	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)	
Chi cuadrada de Pearson	51.863	26	.002	
Razón de verosimilitudes	48.589	26	.005	
Asociación lineal por lineal	17.660	01	.000	
Número de casos válidos	50			
	Medidas simétricas			
	Valor	Error típico asintótico	T aproximada	Significancia aproximada
Ordinal por ordinal				
Correlación de Spearman	.551	.112	4.666	.000
Número de casos válidos	50			

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

En la figura 20 se refleja que el 65% de las compañías objeto de este estudio dijeron haber realizado ventas de exportación en lo que va de este año para expandir su demanda y el 35% mencionó que no lo ha hecho. El principal país donde se exporta es Estados Unidos, los otros dos principales destinos son Cuba y países sudamericanos como Guatemala, Salvador y Brasil.

Figura 20. Número de empresas que han realizado exportaciones de productos



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

4.3. Utilidad de operación.

La utilidad de operación es la utilidad que resulta de las operaciones normales de una empresa, con exclusión de los gastos y productos financieros así como los extraordinarios.

La utilidad de operación se refleja en el estado de resultados formulado por el contador de la empresa; esta es información confidencial, por lo que las preguntas del instrumento aplicado a los directivos fueron de manera cualitativa con el propósito de conocer la tendencia que se tuvo en este indicador en el periodo de estudio.

En la tabla 26 se observa que el comportamiento de la utilidad de operación para el periodo 2008-2009 se mantuvo igual para menos de la mitad de las empresas (42%) y fue a la alza para casi la mitad de estas (46%), los factores que mencionaron y fueron los que repercutieron en dicho comportamiento se reflejan en la figura 21 y son: aumento en ventas

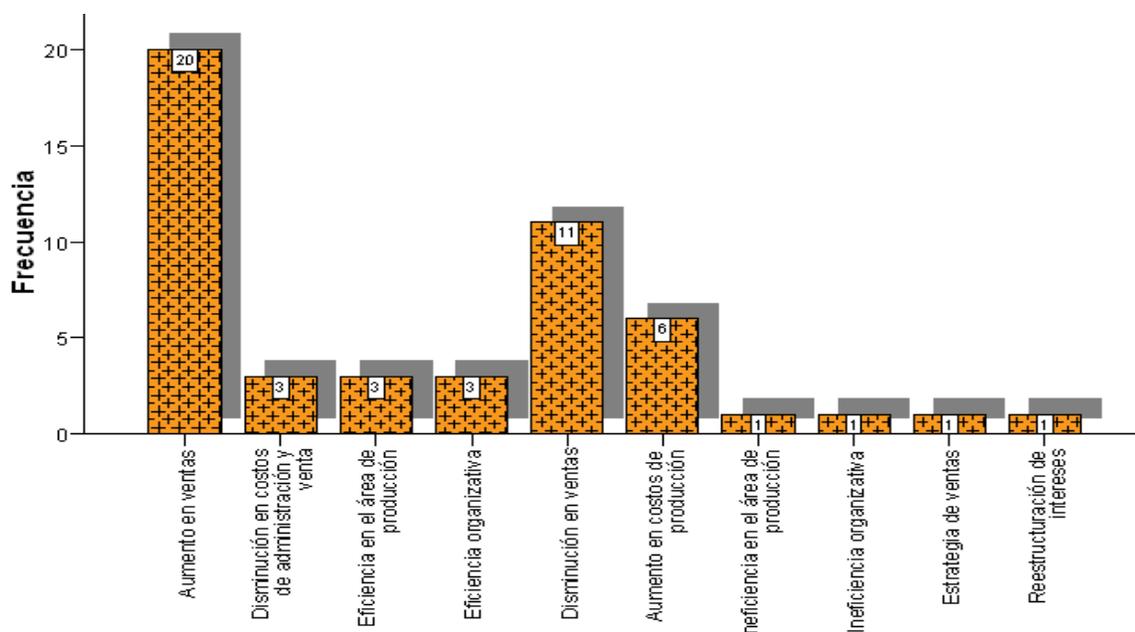
paralelamente con disminución en ventas, eficiencia en el área de producción, eficiencia organizativa y aumento en costos de administración y venta.

Tabla 26. Comportamiento de la utilidad de operación del periodo 2008 – 2009

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válidos	A la alza	23	44.2	46.0	46.0
	Se mantuvo igual	21	40.4	42.0	88.0
	A la baja	6	11.5	12.0	100.
	Total	50	96.2	100.	0
Perdidos	Sistema	2	3.8		
Total		52	100.0		

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

Figura 21. Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de la utilidad de operación en el periodo 2008 - 2009



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

En la tabla 27 se observa que la prueba estadística de Chi cuadrada con significancia de .000 para el estadístico obtenido al ser menor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de la utilidad de operación para el periodo 2008-2009 y el principal factor que consideraron los empresarios como causa de alza, aumento en las ventas, están relacionados. La fuerza de la relación fue medida con el coeficiente de Spearman arrojando un resultado del 75%, por lo que la relación es medianamente alta.

Tabla 27. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento a la alza de la utilidad de operación vs factores causales (periodo 2008-2009)

	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)	
Chi cuadrada de Pearson	53.471	18	.000	
Razón de verosimilitudes	57.980	18	.000	
Asociación lineal por lineal	20.469	01	.000	
Número de casos válidos	50			
Medidas simétricas				
	Valor	Error típico asintótico	T aproximada	Significancia aproximada
Ordinal por ordinal				
Correlación de Spearman	.757	.054	8.024	.000
Número de casos válidos	50			

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

En la tabla 28 se observa que en el 48.1% de los encuestados el comportamiento de la utilidad de operación se fue a la alza y para el 36.5% se mantuvo igual ambos en el periodo 2009-2010, los principales factores que repercutieron en el comportamiento a la alza se reflejan

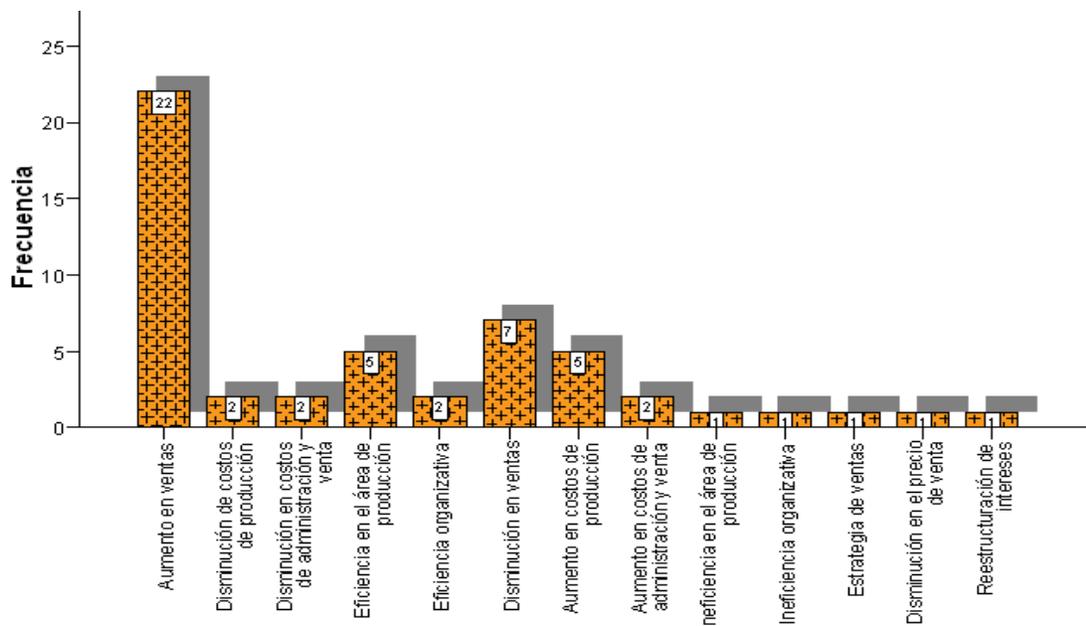
en la figura 22 y fueron según ellos: el aumento en ventas, eficiencia en el área de producción, disminución en costos de administración y ventas. Los propulsores de que se mantenga igual fueron la disminución de las ventas, mala estrategia de ventas y reestructuración de intereses por préstamos.

Tabla 28. Comportamiento de la utilidad de operación del periodo 2009 – 2010

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válidos	A la alza	25	48.1	48.1	48.1
	Se mantuvo igual	19	36.5	36.5	84.6
	A la baja	8	15.4	15.4	100.
Total		52	100.0	100.	0
Perdidos	Sistema	0	0.0		
Total		52	100.0		

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

Figura 22. Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de la utilidad de operación en el periodo 2009 - 2010



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

En la tabla 29 se observa que la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.000 para el estadístico obtenido al ser menor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de la utilidad de operación para el periodo 2009-2010 y el principal factor que consideraron los empresarios como causa de alza, aumento en las ventas, están relacionados. La fuerza de la relación fue medida con el coeficiente de Spearman arrojando un resultado del 70%, por lo que la relación es medianamente alta.

Tabla 29. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento de la utilidad de operación vs factores causales (periodo 2009-2010)

	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)	
Chi cuadrada de Pearson	52.127	24	.000	
Razón de verosimilitudes	54.351	24	.000	
Asociación lineal por lineal	22.977	01	.000	
Número de casos válidos	52			
Medidas simétricas				
	Valor	Error típico asintótico	T aproximada	Significancia aproximada
Ordinal por ordinal				
Correlación de Spearman	.702	.065	6.976	.000
Número de casos válidos	52			

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

4.4. Utilidad neta.

Mediante la determinación de la utilidad neta y de la identificación de sus componentes, se mide el resultado de los logros (ingresos) y de los esfuerzos (costos y gastos) por una entidad durante un período determinado. Al igual que la utilidad de operación se refleja en el estado de resultados y es información confidencial por lo que las preguntas fueron de igual manera cualitativas para conocer la tendencia que reflejan en las empresas encuestadas.

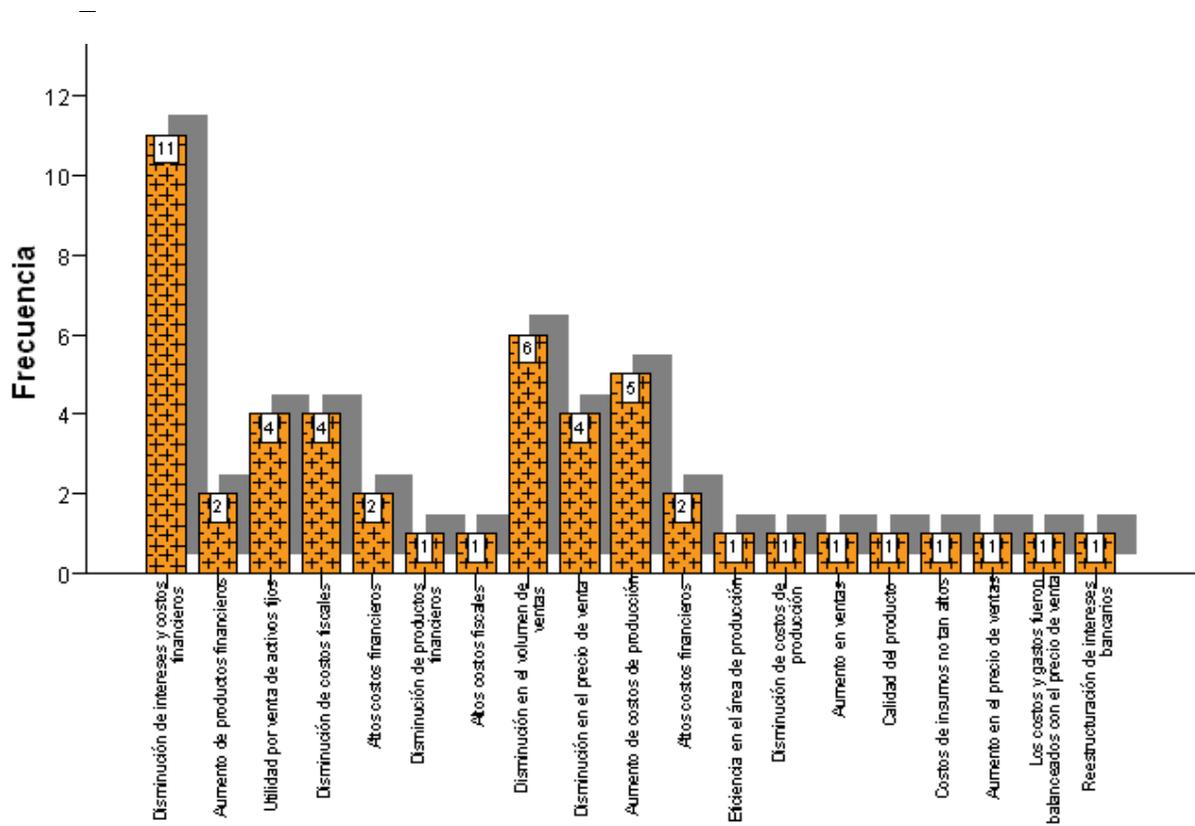
En la tabla 30 se observa que el comportamiento de la utilidad neta en el periodo 2008-2009 para el 42% de los encuestados fue a la alza, 40% se mantuvo igual y el 18% a la baja, los principales factores que repercutieron en la alza se reflejan en la figura 23 y fueron: la disminución de intereses y costos financieros, disminución de costos fiscales en contra parte con aumento de costos de producción y venta y utilidad por venta de activos fijos como causantes de que se haya mantenido igual.

Tabla 30. Comportamiento de la utilidad neta del periodo 2008 – 2009

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válidos	A la alza	21	40.4	42.0	42.0
	Se mantuvo igual	20	38.5	40.0	82.0
	A la baja	9	17.3	18.0	100.
	Total	50	96.2	100.	0
Perdidos	Sistema	2	0.0		
Total		52	100.0		

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17 (2011)

Figura 23. Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de la utilidad neta en el periodo 2008-2009



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 17.0 (2011)

En la tabla 31 se observa que la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.011 para el estadístico obtenido al ser menor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de la utilidad neta para el periodo 2008-2009 y el principal factor que consideraron los empresarios como causa de alza, disminución de intereses y costos financieros, están relacionados. La fuerza de la relación fue medida con el coeficiente de Spearman arrojando un resultado del 38%, por lo que la relación es medianamente baja.

Tabla 31. Prueba Chi cuadrada y correlación de Spearman del comportamiento de la utilidad de neta vs factores causales (periodo 2008-2009)

	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)
Chi cuadrada de Pearson	58.156	36	.011
Razón de verosimilitudes	64.888	36	.002
Asociación lineal por lineal	2.472	01	.116
Número de casos válidos	50		

	Medidas simétricas			
	Valor	Error típico asintótico	T aproximada	Significancia aproximada
Ordinal por ordinal				
Correlación de Spearman	.385	.136	2.894	.006
Número de casos válidos	52			

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

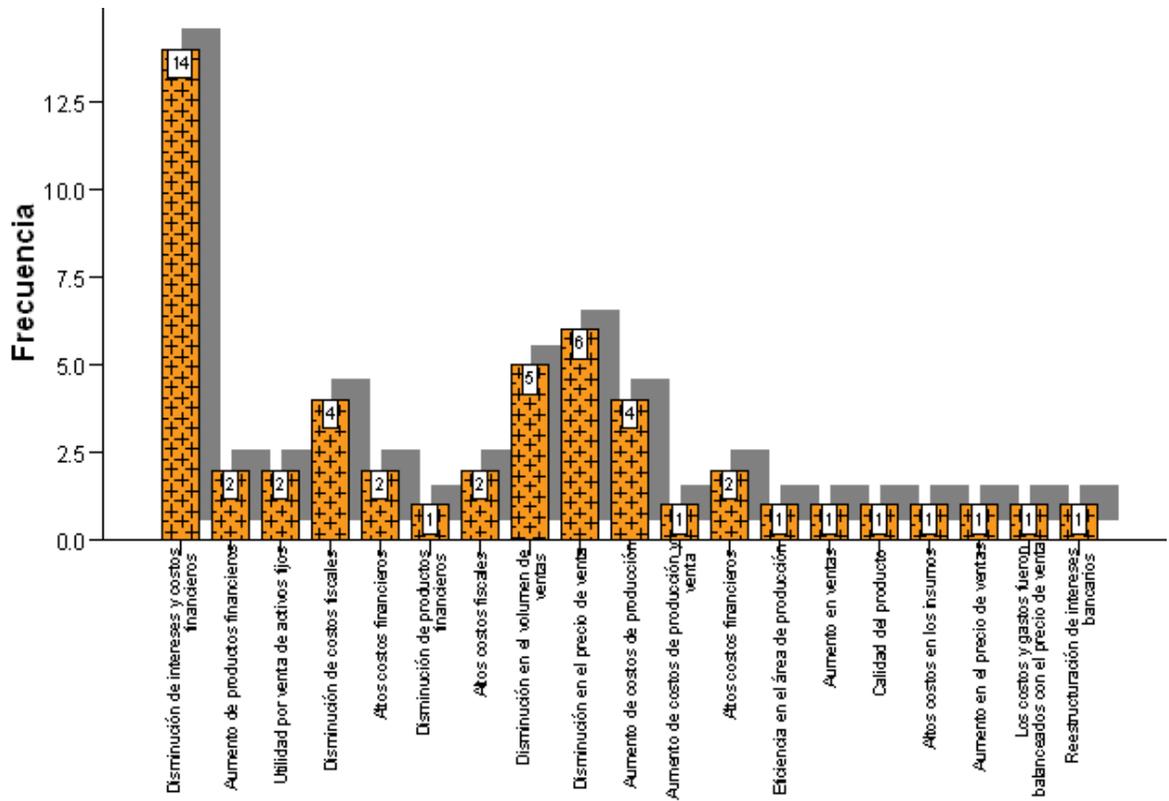
En la tabla 32 se observa que el comportamiento de la utilidad neta para el periodo 2009-2010 para el 48.1% de las empresas encuestadas del sector alimentos se mantuvo a la alza y para la tercera parte de éstas (32.7%) se mantuvo igual, los factores principales que dijeron repercutieron en esta situación se reflejan en la figura 24 y fueron disminución de intereses y costos financieros, disminución de costos fiscales, aumento de costos de producción y utilidad por venta de activos fijos.

Tabla 32. Comportamiento de la utilidad neta del periodo 2009 – 2010

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válidos	A la alza	25	48.1	48.1	48.1
	Se mantuvo igual	17	32.7	32.7	80.8
	A la baja	10	19.2	19.2	100.
Total		52	100.0	100.	0
Perdidos	Sistema	0	0.0		
Total		52	100.0		

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

Figura 24. Principal factor que repercutió en el comportamiento a la alza de la utilidad neta en el periodo 2009 – 2010



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

En la tabla 33 se observa que la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.018 para el estadístico obtenido al ser menor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de la utilidad neta para el periodo 2009-2010 y el principal factor que consideraron los empresarios como causa de alza, disminución de intereses y costos financieros, están relacionados. La fuerza de la relación fue medida con el coeficiente de Spearman arrojando un resultado del 39%, por lo que la relación es medianamente baja.

Tabla 33. Prueba Chi cuadrada y coeficiente de Spearman del comportamiento de la utilidad de neta vs factores causales (periodo 2009-2010)

	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica
Chi cuadrada de Pearson	56.099	36	.018
Razón de verosimilitudes	64.897	36	.002
Asociación lineal por lineal	1.106	01	.293
Número de casos válidos	52		

	Medidas simétricas			
	Valor	Error típico asintótico	T aproximada	Significancia aproximada
Ordinal por ordinal	.392	.130	3.009	.004
Correlación de Spearman	.392			
Número de casos válidos	52			

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

4.5. Estructura financiera.

El porcentaje promedio que representa el activo circulante del activo total en estas compañías es del 45%, para la mitad de los encuestados el porcentaje es del 40% o menos, el porcentaje mínimo que mencionaron fue del 15% y el máximo del 95%.

El porcentaje promedio que representa el activo fijo del activo total en estas compañías es del 55%, para la mitad de los encuestados el porcentaje es del 60% o menos, el porcentaje mínimo que mencionaron fue del 5% y el máximo del 85%.

4.6. Fuentes y costos de financiamiento.

La principal fuente de financiamiento utilizada en el periodo 2008-2010 por la mitad de las empresas fueron los proveedores seguida de bancos comerciales y nuevas aportaciones de socios. El principal destino de los recursos fue el capital de trabajo para poco más de la mitad de las compañías.

La estructura financiera durante el periodo estudiado respecto del activo total en términos porcentuales para Deuda Bancaria pasivo con costo financiero fue en promedio del 37% y para Capital Contable del 63%, y la mitad de las empresas reportaron que el porcentaje para Deuda Bancaria en el mismo periodo fue de 35.5% o menos; así mismo, la mitad de las compañías mencionó que para Capital Contable fue de 64.5% o menos, en ambos casos el porcentaje mínimo fue de 0% y el máximo del 100%.

La tasa de interés bancaria anual que en promedio pagaron por los créditos durante el periodo 2008-2010 fue del 40% sin embargo la mitad de las empresas dijo haber pagado 14.6% o menos para el mismo periodo.

La tasa de rendimiento anual promedio exigida por los accionistas fue del 15% y la mitad de las compañías mencionó que fue del mismo porcentaje o menos, la tasa mínima reportada fue del 0% y la tasa máxima del 30%.

4.7. Costos fiscales.

La tasa promedio de impuesto federal que se pagó por la muestra de empresas estudiada fue del 24%, la mitad pagó el 23% o menos siendo la tasa mínima que se pagó del 2.5% y la tasa máxima del 64%.

Por otra parte la tasa promedio de impuesto estatal que pagaron las empresas fue de 2.7% la mitad de estas pagó 2.2% o menos y la tasa mínima a este impuesto que dijeron pagar fue del 0% y la máxima del 15%.

4.8. Inversiones directas.

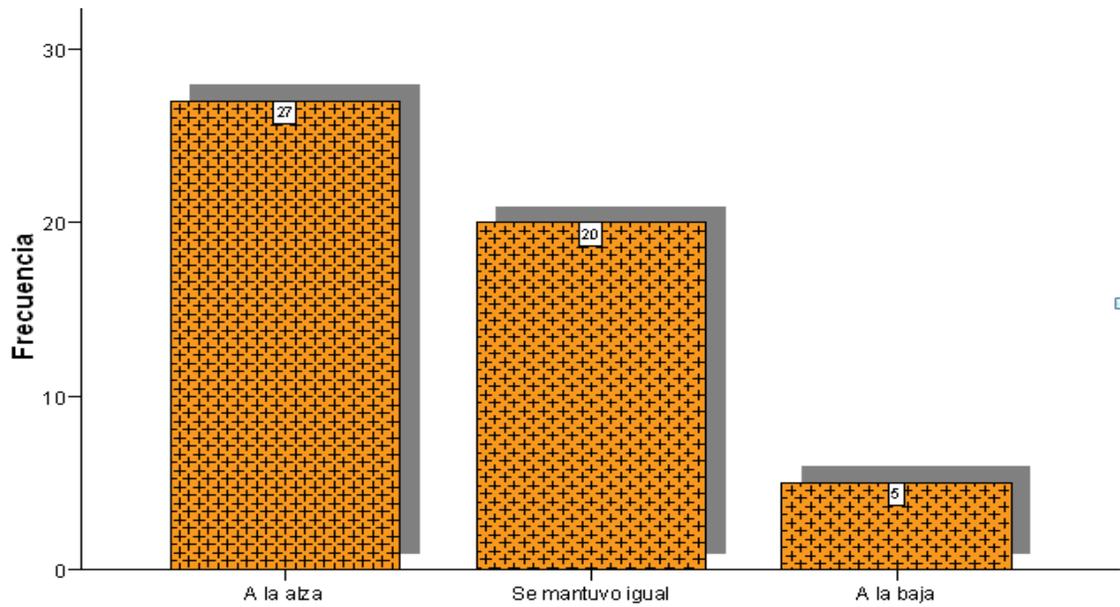
En la tabla 34 se observa que el 48.1% de las empresas dijeron que el comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo estudiado fue a la alza y muy pocas, es decir, el 19.2% reportaron que el comportamiento haya sido a la baja; estas últimas dijeron que la principal razón por la cual consideran el comportamiento de las inversiones directas haya disminuido fue: falta de recursos financieros para invertir en activos. Estos resultados se reflejan en la figura 25 y 26.

Tabla 34. Comportamiento de las inversiones directas del periodo 2008 – 2010

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válidos	A la alza	27	51.9	48.1	51.6
	Se mantuvo igual	20	38.5	32.7	90.4
	A la baja	05	9.6	19.2	100.
	Total	52	100.0	100.	0
Perdidos	Sistema	0	0.0		
Total		52	100.0		

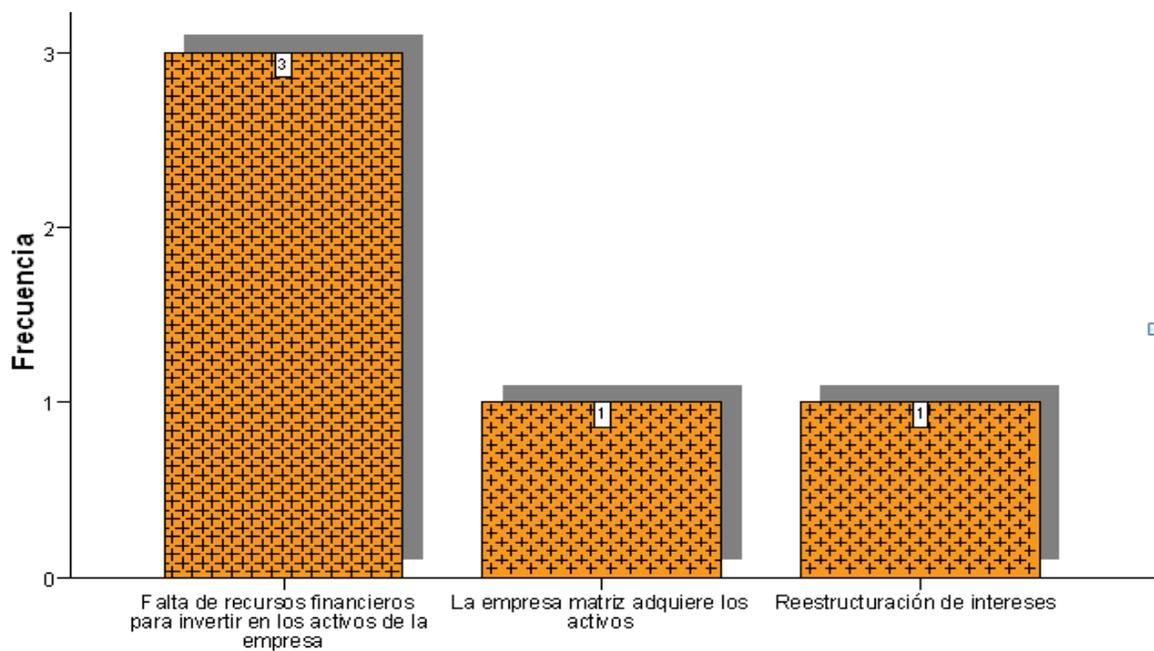
Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

Figura 25. Comportamiento de las inversiones directas en el periodo 2008 – 2010



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

Figura 26. Principal factor que repercutió en el comportamiento a la baja de las inversiones directas realizadas en el periodo 2008 – 2010



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

Las empresas que mencionaron que el comportamiento de las inversiones directas fue a la alza lo aplicaron en los siguientes rubros tres o más veces en el periodo: actualización del equipo de producción, actualización tecnológica, innovación de productos, investigación y desarrollo, capital de trabajo, capacitación del recurso humano del área de producción y capacitación del recurso humano del área directiva. La aplicación una vez en el periodo fue en el siguiente rubro: nuevos proyectos de inversión.

Ninguna vez se aplicó en el periodo en los siguientes rubros: adquisición de terrenos y edificios, instalación de nuevas sucursales, adquisición de otras empresas, fusión con otras empresas y alianzas estratégicas con otras empresas.

4.9. Factores no financieros.

Para el 79.5% de las compañías en el sector alimentos en Yucatán el principal factor no financiero que consideran, cuando evalúan una potencial decisión de inversión directa, es la calidad de los productos y servicios, por encima de la participación en el mercado, cultura corporativa y calidad del management.

En la tabla 35 se observa que el 28.8% de los encuestados dijeron que le asignan un porcentaje de ponderación de entre 20 y 39 por ciento a los factores no financieros durante el proceso de toma de decisiones.

Tabla 35. Rango de porcentaje de ponderación que le asignan las empresas encuestadas a los factores NO financieros durante la toma de decisiones de inversión

		Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válidos	Del 0% al 19%	04	7.7	7.7	7.7
	Del 20% al 39%	15	28.8	28.8	36.5
	Del 40% al 59%	08	15.4	15.4	51.9
	Del 60\$ al 79%	13	25.0	25.0	76.9
	Del 80% al 100%	12	23.1	23.1	100
	Total	52	100.0	100	100

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

En la tabla 36 se observa que el comportamiento de las ventas es un factor financiero muy importante para los empresarios al momento de resolver una potencial decisión de inversión. En la siguiente tabla podemos observar cómo las ventas son lo más importante, seguido de la utilidad de operación, los costos fiscales, la estructura financiera y los costos de financiamiento.

Tabla 36. Grado de importancia que los inversionistas otorgan a los factores financieros

Factores	Nada importante	Poco importante	Medianamente importante	Importante	Muy importante
Financieros					
Comportamiento de las ventas	0%	0%	0%	15.40%	84.60%
Utilidad de operación	0%	1.90%	0%	53.80%	44.30%
Estructura financiera	0%	9.60%	9.60%	55.80%	25%
Costos de financiamiento	0%	9.60%	13.50%	51.90%	25%
Costos fiscales	0%	11.50%	19.20%	53.80%	15.50%

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

En cuanto a los factores no financieros los directivos jerarquizaron la calidad de los productos y servicios como muy importante, seguido de la participación en el mercado, la calidad del management y, por último, la cultura corporativa de la organización.

En la siguiente tabla puede apreciarse los porcentajes obtenidos de cada dimensión con sus respectivas variables.

Tabla 37. Grado de importancia que los inversionistas otorgan a los factores NO financieros

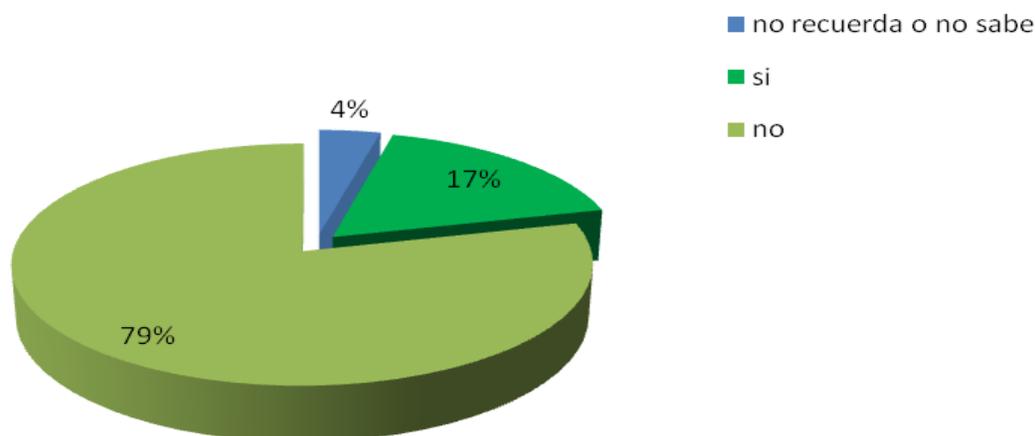
Factores	Nada importante	Poco importante	Medianamente importante	Importante	Muy importante
No financieros					
Calidad del management					
Experiencia del management	1.90%	7.70%	25.00%	42.30%	23.10%
Calidad de la estrategia corporativa	0.00%	11.50%	21.20%	46.20%	21.20%
Ejecución de la estrategia corporativa	1.90%	9.60%	19.20%	40.40%	28.90%
Promedio	1.27%	9.60%	21.80%	42.97%	24.40%
Participación del mercado					
Participación del mercado	0%	1.90%	1.90%	23.10%	73.10%
Imagen de la marca	0%	5.80%	7.70%	17.30%	69.20%
Investigación y desarrollo e innovación	1.90%	17.30%	19.20%	30.80%	30.80%
Promedio	0.63%	8.33%	9.60%	23.73%	57.70%
Cultura corporativa					
Tasa de rotación de personal	3.80%	19.20%	30.80%	32.70%	13.50%
Calidad de la capacitación a empleados	0%	13.50%	5.80%	42.30%	38.50%
Calidad de los sistemas de incentivos por desempeño	3.80%	15.40%	21.20%	38.50%	21.20%
Promedio	2.53%	16.03%	19.27%	37.83%	24.40%
Calidad de los productos o servicios					
Calidad percibida por los clientes	0%	0%	0%	17.30%	82.70%
Durabilidad del producto	0%	0%	3.80%	13.50%	82.70%
Calidad de los procesos	0%	0%	0%	26.90%	73.10%
Promedio	0.00%	0.00%	1.27%	19.23%	79.50%

Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

4.10. Apoyos gubernamentales.

En la figura 27 se observa que el 79% de las empresas encuestadas no obtuvieron apoyos orientados al fomento de la inversión en el periodo estudiado, el 17% que comentaron haber recibido algún apoyo lo obtuvieron de la Secretaría de Agricultura; Ganadería, Desarrollo Rural, Pesca y Alimentación (SAGARPA) y les sirvió principalmente para capacitación, asistencia técnica y consultoría empresarial.

Figura 27. Empresas con apoyo para el fomento a la inversión en el periodo 2008-2010



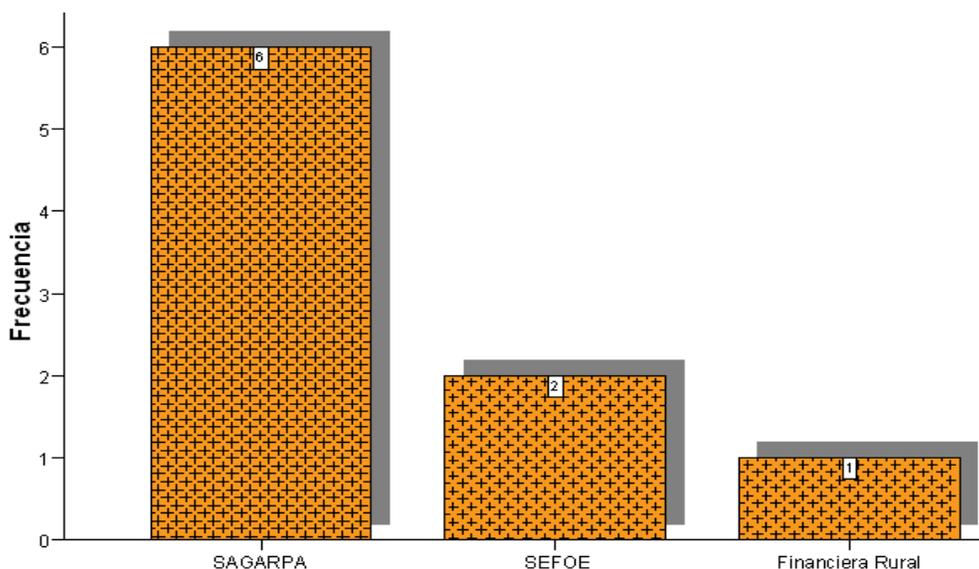
Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

Así mismo, en lo que va del año el 85% de las compañías no han solicitado apoyos gubernamentales principalmente por falta de promoción y desconocimiento, y las muy pocas que lo han solicitado lo han recibido de SAGARPA y su destino principal fue para apoyar en infraestructura.

En la figura 28 se observa que las tres principales causas que se mencionaron contribuyeron a no solicitar apoyo a instancias gubernamentales fueron la falta de conocimiento y promoción de estos apoyos, trámites burocráticos y la no necesidad por contar con liquidez y

por obtener recursos a través de sus corporativos.

Figura 28. Instituciones gubernamentales a través de las que se obtuvo apoyo en el periodo 2008-2010



Fuente: Elaboración propia con software estadístico SPSS versión 18.0 (2011)

4.11. Administración de riesgos.

De acuerdo con el diccionario de la Real Academia Española, "riesgo" significa "contingencia o proximidad de un daño".

El riesgo de un negocio es la probabilidad de que una amenaza pueda afectar la capacidad de una organización para lograr sus estrategias y objetivos.

Visto desde un contexto global, toda actividad empresarial, sin importar su tipo, se propone alcanzar uno o varios objetivos y/o fines, aunque todas enfrentan también el riesgo de no lograrlos o no alcanzarlos en la medida esperada.

Ese riesgo general involucra riesgos de diferentes tipos a los que están expuestos, a través de las operaciones que realiza cualquier entidad, los recursos que se invierten para llevarlas a cabo.

Es responsabilidad de los directivos que tienen a su cargo la administración y operación de la empresa o entidad, el identificar los riesgos y establecer los controles internos necesarios

para prevenirlos, detectarlos y corregirlos. La función de auditoría interna constituye una actividad de control que establece la administración de una entidad con el objeto de verificar que los demás controles internos establecidos por la misma, funcionen correcta y oportunamente.

Los empresarios objeto de este estudio manifestaron que los tres principales aspectos que consideran que contribuyen a la problemática interior de sus empresas en cuanto a Administración de Riesgos son: control operativo interno, altos costos en materias primas y liquidez.

Por otra parte la mayoría de las empresas del sector alimenticio adquieren primas de seguros al menos una vez al año, cuentan con programas de certificación, hacen dictamen de estados financieros, realizan auditoría interna al menos una vez al mes, invierten en programas de capacitación y de actualización tecnológica.

Cerca de la mitad hacen dictamen voluntario del IMSS y no invierten en fondo de pensiones, la mayoría no cuenta con coberturas de tipo de cambio, tasa de interés, ni cuentan con un plan de recuperación de sistemas así como con futuro de insumos.

4.12. Maximización del Valor de la Inversión (MVT).

La Maximización del Valor de la Inversión tiene un promedio en el conjunto de estas empresas de -1.33%, el valor mínimo es de -86.24% y el valor máximo es de 79%.

La tasa de rendimiento operativo anual de los negocios de alimentos es menor o igual al 30% como lo muestra la siguiente prueba estadística al 95% de confianza

4.13. Análisis Factorial.

Antes de proceder al análisis factorial se determinó la adecuacidad del procedimiento mediante las pruebas Kaiser-Myer-Olkin y Bartlett's Test of Sphericity. La primera prueba arrojó un nivel de confiabilidad de .827 y la segunda resultó con un nivel de significancia de .000, por lo que se concluyó que la muestra es muy adecuada para realizar el procedimiento. La significancia práctica es también importante considerándose valores de .30 como el mínimo aceptable y mayores o igual a .50 se consideran significativos en la práctica.

Se estableció el valor de .50 (factor loading) para incluir un elemento en un factor y un *eigenvalue* de 1.00 para retener el factor. Todos los coeficientes resultaron estar asociados significativamente a un sólo factor y todos los factores tienen *eigenvalues* mayores de uno.

Los resultados más interesantes del análisis factorial se reflejan en la tabla 38, dentro de la cual podemos percibir que el procedimiento resultó en una solución de cinco factores, ligeramente diferente a los cinco identificados teóricamente (factores financieros, y los no financieros divididos en 4 dimensiones: la calidad de la administración, posición del mercado, cultura corporativa, calidad de los productos y servicios). Los factores explican el 67.16% del fenómeno, lo cual es muy bueno en este tipo de estudios. Los coeficientes de confiabilidad de cada factor fueron 0.75, 0.76, 0.58, 0.46 y 0.69 respectivamente. Como se puede observar los factores 01, 02 y 05 son los que arrojaron mayor confiabilidad. El primer factor está compuesto básicamente de las premisas de la dimensión de posición del mercado (02), calidad de los productos y servicios (02) y de la cultura corporativa (01) y explica un 28.99% del fenómeno. Esto implica que los encuestados reconocen que el posicionamiento del producto, su calidad y la capacitación del personal involucrado en su elaboración es lo más importante a considerar en una toma de decisiones. Las premisas incluidas en este factor son completamente no financieras, por lo que el aspecto económico no es relevante en este factor.

Dentro de la misma tabla se observa que el segundo factor es el más híbrido. Incluye dos premisas de la calidad de la administración, una de posicionamiento del mercado y una de carácter financiero. Tomadas en conjunto esta dimensión parece explicar que el posicionamiento del mercado está colateralmente relacionado con una excelente administración lo cual fortalece la estructura financiera de la empresa.

El tercer factor incluye tres premisas completamente de la dimensión de factores financieros. Parecería que los participantes visualizan que el comportamiento de las ventas y la utilidad de operación aunada a un óptimo costo de financiamiento conllevaran a una adecuada toma de decisiones de inversión. El cuarto factor está compuesto de dos premisas: una financiera como es el costo fiscal y una no financieras: la cual se focaliza en la experiencia del administrador. Cabe mencionar que este factor arrojó una confiabilidad muy baja de 0.460. El último factor incluye exclusivamente premisas de la cultura corporativa, en éste último los encuestados manifiestan que la permanencia del personal motivado por adecuados incentivos de desempeño es vital en una toma de decisión.

Tabla 38 Resultados del Análisis Factorial

Premisas	Coefficiente de Correlación	Varianza	Coefficiente Chrobach Alpha
Factor 1		38.22	75.2
Calidad percibida por los clientes	.807		
Imagen de la marca	.802		
Participación del mercado	.660		
Calidad en la capacitación a los empleados	.658		
Calidad de los procesos	.506		
Factor 2		10.03	76.0
Ejecución de la estrategia corporativa	.816		
Calidad de la estrategia corporativa	.671		
Investigación, desarrollo e innovación	.654		
Estructura financiera	.595		
Factor 3		7.03	57.6
Utilidad de operación	.809		
Costos de financiamiento	.613		
Ventas	.631		
Factor 4		4.73	46.0
Costos fiscales	.830		
Experiencia de la administración	.591		
Factor 5 – Dimensión Eficiencia Económica		4.50	68.4
Total		64.50	64.6

Fuente: Elaboración propia (2012)

4.14. Hipótesis de la investigación.

A continuación se analiza cada una de las hipótesis de investigación planteadas en este estudio:

4.14.1. Hipótesis 01.

H0: Para los inversionistas de la industria de alimentos del Estado de Yucatán los factores financieros y los no financieros al momento de tomar decisiones de inversión son iguales.

H1: Para los inversionistas de la industria de alimentos del Estado de Yucatán los factores financieros y los no financieros al momento de tomar decisiones de inversión son diferentes.

En la tabla 39 se observa el resultado de la agrupación de todas las premisas reflejadas en la tabla 36 en un solo constructo: factores financieros. Este mismo procedimiento se realizó con las premisas de los factores no financieros de la tabla 37. El propósito de esta operación fue con el fin de analizar la información de una manera más sencilla y resumida. Para tal efecto se utilizó la herramienta de análisis tabla de respuesta múltiple del programa SPSS versión 17. Posteriormente se elaboró una tabla de contingencia de los factores financieros y no financieros con el propósito de resumir las variables. Lo antes referido se observa en la tabla 39:

Tabla 39. Hipótesis 01: Tabla de contingencia de factores financieros vs No financieros vs, prueba chi cuadrada.

		Factores Financieros				
		Nada importante	Poco importante	Indiferente	Importante	Muy importante
		Recuento	Recuento	Recuento	Recuento	Recuento
Factores	Nada importante	0	3	1	6	6
No financieros	Poco importante	0	7	6	17	14
	Indiferente	0	5	14	26	26
	Importante	0	12	15	43	44
	Muy importante	0	13	14	43	46

Fuente: Elaboración propia (2012)

La tabla 40 nos indica que la realización de la prueba Z para diferencia de dos proporciones con una significancia de 0.002 para el estadístico obtenido al ser menor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que los factores financieros y no financieros están relacionados.

Tabla 40 Pruebas de chi-cuadrado de Pearson para la prueba Z de diferencia de proporciones

		Factores Financieros
Factores No financieros	Chi cuadrado	42.450
	gl	20
	Sig.	.002 ^{*a}

Fuente: Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba: Diferencia de dos proporciones

Escalas de medición: Nominales

Regla de decisión Rechazar H_0 si $p < 0.05$

H_0 : Financieros = no financieros

H_1 : Financieros \neq no financieros $\alpha = 5\%$

4.14.2. Hipótesis 02.

Hipótesis 02:

H_0 . No existe una relación entre el comportamiento de la inversión empresarial en el sector de alimentos de Yucatán y la maximización del valor de la inversión.

H_1 . Existe una relación entre el comportamiento de la inversión empresarial en el sector de alimentos de Yucatán y la maximización del valor de la inversión.

Tabla 41. Resultado de la aplicación de la Prueba de chi cuadrada en Hipótesis 02

	Valor	gl	Sig. asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	87.453 ^a	88	.496
Razón de verosimilitudes	84.245	88	.594
Asociación lineal por lineal	1.017	1	.313
N de casos válidos	48		

a. 135 casillas (100.0%) tienen una frecuencia esperada inferior a 5. La frecuencia mínima esperada es .10.

Tipo de prueba de hipótesis: Chi cuadrado

Escalas de medición: Ordinal y Razón

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$.

La tabla anterior nos indica que la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.496 para el estadístico obtenido al ser mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que no existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que la maximización del valor de la inversión no se relaciona con el comportamiento de las inversiones en el período 2008-2010.

4.14.3. Hipótesis 03.

Hipótesis 03:

H0. Los programas de apoyo gubernamentales no están relacionados con la maximización del valor de la inversión de los dueños o accionistas de las empresas del sector de la industria de alimentos en el Estado de Yucatán.

H1. Los programas de apoyo gubernamentales están relacionados con la maximización del valor de la inversión de los dueños o accionistas de las empresas del sector de la industria de alimentos en el Estado de Yucatán.

Tabla 42 Resultado de la aplicación de la Prueba de chi cuadrada en Hipótesis 03

	Valor	gl	Sig. asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	88.737 ^a	88	.458
Razón de verosimilitudes	53.590	88	.999
Asociación lineal por lineal	1.388	1	.239
N de casos válidos	48		

a. 135 casillas (100.0%) tienen una frecuencia esperada inferior a 5. La frecuencia mínima esperada es .04.

Tipo de prueba de hipótesis: Chi cuadrado

Escalas de medición: Nominal y Nominal

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

La tabla anterior nos indica que la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.458 para el estadístico obtenido al ser mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que no existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que la maximización del valor de la inversión no se relaciona con los apoyos gubernamentales en el periodo 2008-2010.

4.15. Identificación de los determinantes de inversión privada directa, considerados por empresarios del sector industrial de alimentos del Estado de Yucatán.

La identificación de los determinantes de inversión privada directa considerados por empresarios del sector industrial de alimentos en Yucatán se sustenta en las pruebas realizadas a la hipótesis central, la cual demuestra que el comportamiento de la inversión está relacionado de mayor a menor grado con las variables siguientes:

Tabla 43 Comportamiento de la inversión directa y Ventas

Correlaciones			Comportamiento en el volumen de las ventas en el periodo 2008-2009	Comportamiento en el volumen de las ventas en el periodo 2009-2010	Comportamiento inversiones directas en el periodo 2008-2010
Rho de Spearman	Comportamiento en el volumen de las ventas en el periodo 2008-2009	Coefficiente de correlación	1.000	.383**	.408**
		Sig. (unilateral)	.	.003	.002
		N	50	50	50
	Comportamiento en el volumen de las ventas en el periodo 2009-2010	Coefficiente de correlación	.383**	1.000	.562**
		Sig. (unilateral)	.003	.	.000
		N	50	52	52
	Comportamiento de las inversiones directas en el periodo 2008-2010	Coefficiente de correlación	.408**	.562**	1.000
		Sig. (unilateral)	.002	.000	.
		N	50	52	52

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (unilateral).

Fuente. Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Correlación de Spearman

Escala de medición: ordinales ambas

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.01$ $\alpha = 1\%$

La tabla 43 nos indica que la prueba de Spearman con una correlación de 0.408 y una significancia de 0.002 para el estadístico obtenido al ser menor éste último que 0.01 nos permite inferir con un 99% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las inversiones directas o activos totales se relacionan con el comportamiento del volumen de las ventas en el periodo 2008-2009.

De igual manera en la tabla 43 nos indica que la prueba de Spearman con una correlación de 0.562 y una significancia de 0.000 para el estadístico obtenido al ser menor éste

último que 0.01 nos permite inferir con un 99% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las inversiones directas o activos totales se relacionan con el comportamiento del volumen de las ventas en el periodo 2008-2009.

Tabla 44. Comportamiento de la inversión directa y la utilidad de operación

Correlaciones		Comportamiento de inversiones directas en el periodo 2008-2010	Comportamiento de la utilidad de operación en el periodo 2008-2009	Comportamiento de la utilidad de operación en el periodo 2009-2010
Rho de Spearman	Comportamiento de las inversiones directas en el periodo 2008-2010	1.000	.507**	.537**
	Coefficiente de correlación	.	.000	.000
	Sig. (unilateral)	52	50	52
	N			
	Comportamiento de la utilidad de operación en el periodo 2008-2009	.507**	1.000	.505**
	Coefficiente de correlación	.000	.	.000
	Sig. (unilateral)	50	50	50
	N			
	Comportamiento de la utilidad de operación en el periodo 2009-2010	.537**	.505**	1.000
	Coefficiente de correlación	.000	.000	.
	Sig. (unilateral)	52	50	52
	N			

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (unilateral).

Fuente: Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Correlación de Spearman

Escala de medición: ordinales ambas

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.01$ $\alpha = 1\%$

La tabla 44 nos indica que el resultado del coeficiente de correlación de Spearman de 0.507 y su significancia de 0.000 para el estadístico obtenido al ser menor éste último que 0.01

nos permite inferir con un 99% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las inversiones directas o activos totales se relacionan con las utilidades de operación del periodo 2008-2009. El mismo resultado se dio en el periodo 2009-2010.

Tabla 45. Comportamiento de la inversión directa y la utilidad neta

Correlaciones			Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010		
Rho de Spearman	Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010	Coefficiente de correlación Sig. (unilateral) N	Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010	Comportamiento de la utilidad neta en el periodo 2008-2009	Comportamiento de la utilidad neta en el periodo 2009-2010
			1.000	.603**	.357**
			.	.000	.005
			52	50	52
	Comportamiento de la utilidad neta en el periodo 2008-2009	Coefficiente de correlación Sig. (unilateral) N	.603**	1.000	.312*
			.000	.	.014
			50	50	50
	Comportamiento de la utilidad neta en el periodo 2009-2010	Coefficiente de correlación Sig. (unilateral) N	.357**	.312*	1.000
			.005	.014	.
			52	50	52

Fuente. Elaboración propia (2012)

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (unilateral).

Tipo de prueba de hipótesis: Correlación de Spearman

Escala de medición: ordinales ambas

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 1\%$

En la tabla 45 se observa el resultado del coeficiente de correlación de Spearman de 0.603 y su significancia de 0.000 para el estadístico obtenido al ser menor éste último que 0.01 nos permite inferir con un 99% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las inversiones directas o activos totales se relacionan con las utilidades netas del periodo 2008-2009. El mismo resultado de relación se dio con las utilidades del periodo 2009-2010.

Tabla 46. *Comportamiento de la inversión directa y los costos de financiamiento*

	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)
Chi cuadrada de Pearson	47.123	50	.590
Razón de verosimilitudes	51.113	50	.430
Asociación lineal por lineal	.419	01	.518
Número de casos válidos	52		

Fuente: Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Chi cuadrada

Escala de medición: Ordinal vs Razón

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

En la tabla 46 se observa que la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.590 para el estadístico obtenido al ser mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que no existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que la inversión directa y los costos de financiamiento no tienen relación.

Tabla 47. Comportamiento de la inversión directa y los impuestos federales y estatales

	Impuestos Federales		
	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)
Chi cuadrada de Pearson	41.951	44	.560
Razón de verosimilitudes	40.472	44	.624
Asociación lineal por lineal	7.437	01	.006
Número de casos válidos	49		
Impuestos Estatales			
	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)
Chi cuadrada de Pearson	13.830	12	.312
Razón de verosimilitudes	15.996	12	.191
Asociación lineal por lineal	.254	01	.614
Número de casos válidos	49		

Fuente. Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Chi cuadrada

Escala de medición: Ordinal vs Razón

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

En la tabla 47 se observa que la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.560 para el estadístico obtenido al ser mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que no existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que la inversión directa y los impuestos federales no se relacionan. El mismo resultado de no relación se dio con los impuestos estatales.

Tabla 48. Comportamiento de la inversión directa y los apoyos gubernamentales

	Valor	Grados de libertad	Significancia Asintótica (Bilateral)
Chi cuadrada de Pearson	2.415	4	.660
Razón de verosimilitudes	3.374	4	.497
Asociación lineal por lineal	.000	01	.985
Número de casos válidos	52		

Fuente. Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Chi cuadrada

Escala de medición: Ordinal vs Nominal

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

En la tabla 48 se observa que la prueba estadística de Chi cuadrada con una significancia de 0.660 para el estadístico obtenido al ser mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que no existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que la inversión directa y los apoyos gubernamentales no tienen relación.

Tabla 49. Comportamiento de la inversión directa y la administración de riesgos

Elementos de la Administración de riesgos		Asociación lineal	Razón de verosimilitud	Significancia Asintótica
Chi Cuadrada	Primas de seguros	.077	.270	.438
	Cobertura cambiaria	.880	.871	.881
	Cobertura de intereses	.912	.341	.277
	Contrato futuros insumos	.240	.097	.159
	Plan de recuperación de sistemas	.058	.186	.081
	Programas de certificación	.253	.511	.512
	Dictamen voluntario IMSS	.049	.314	.437
	Dictamen Estados Financieros	.176	.085	.016
	Realización auditoria interna	.895	.500	.631
	Inversión programas de Capacitación	.217	.458	.466
	Inversión actualización tecnológica	.071	.449	.463
	Inversión en fondo de pensiones	.138	.286	.355

Fuente: Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Chi cuadrada

Escala de medición: Ordinal vs Nominal

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

En la tabla 49 podemos observar, con excepción del dictamen de estados financieros, de que todos los resultados de la prueba estadística de Chi cuadrada tienen una significancia para los estadísticos obtenidos mayores a 0.05 lo que nos permite inferir con un 95% de confianza que no existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que la inversión directa y prácticamente todos los elementos de la administración de riesgos se relacionan.

Tabla 50. Comportamiento de la inversión directa y la calidad del management

Correlaciones		Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010			Calidad del Management
Rho de Spearman	Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008- 2010	Coefficiente de correlación	1.000	-0.002	
		Sig. (unilateral)	.	.495	
		N	52	52	
	Calidad del Management	Coefficiente de correlación	-0.002	1.000	
		Sig. (unilateral)	.495	.	
		N	52	52	

Fuente: Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Correlación de Spearman

Escala de medición: Ordinales ambas

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

En la tabla 50 se puede observar que el resultado del coeficiente de correlación de Spearman de -0.002 con una significancia de 0.495 para el estadístico obtenido al ser éste último mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia

estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las inversiones directas no tienen relación directa con la calidad del management.

Tabla 51. Comportamiento de la inversión directa y el posicionamiento del mercado

Correlaciones		Comportamiento de las inversiones directas del periodo 2008-2010		
		posición de mercado		
Rho de Spearman	Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010	Coefficiente de correlación	1.000	-.226
		Sig. (unilateral)	.	.054
		N	52	52
	posición de mercado	Coefficiente de correlación	-.226	1.000
		Sig. (unilateral)	.054	.
		N	52	52

Fuente. Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Correlación de Spearman

Escala de medición: Ordinales ambas

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

En la tabla 51 se puede observar que el resultado del coeficiente de correlación de Spearman de -0.226 con una significancia de 0.054 para el estadístico obtenido al ser éste último mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las inversiones directas no tienen relación directa con la posición del mercado.

Tabla 52. Comportamiento de la inversión directa y la cultura corporativa

Correlaciones		Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010	Cultura corporativa
Rho de Spearman	Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010	Coefficiente de correlación	1.000
		Sig. (unilateral)	.461
		N	52
	Cultura corporativa	Coefficiente de correlación	-.014
		Sig. (unilateral)	.461
		N	52

Fuente: Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Correlación de Spearman

Escala de medición: Ordinales ambas

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

En la tabla 52 se puede observar que el resultado del coeficiente de correlación de Spearman de -0.014 con una significancia de 0.461 para el estadístico obtenido al ser éste último mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las inversiones directas no tienen relación directa con la cultura corporativa.

Tabla 53. Comportamiento de la inversión directa y calidad percibida por los clientes

Correlaciones		Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010			Calidad percibida
Rho de Spearman	Comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008-2010	Coefficiente de correlación	1.000		-.056
		Sig. (unilateral)	.		.347
		N	52		52
	Calidad percibida por los clientes	Coefficiente de correlación	-.056		1.000
		Sig. (unilateral)	.347		.
		N	52		52

Fuente. Elaboración propia (2012)

Tipo de prueba de hipótesis: Correlación de Spearman

Escala de medición: Ordinales ambas

Regla de decisión rechazar H_0 si $p < 0.05$ $\alpha = 5\%$

En la tabla 53 se puede observar que el resultado del coeficiente de correlación de Spearman de -0.056 con una significancia de 0.347 para el estadístico obtenido al ser éste último mayor que 0.05 nos permite inferir con un 95% de confianza que existe evidencia estadística para rechazar la hipótesis nula, lo que se interpreta en términos de que el comportamiento de las inversiones directas no tienen relación directa con la calidad percibida del servicio.

CAPÍTULO V
CONCLUSIONES

Es indiscutible que la inversión empresarial directa es un importante catalizador para el desarrollo, ya que tiene el potencial de generar empleo, incrementar el ahorro y la captación de divisas, estimular la competencia, incentivar la transferencia de nuevas tecnologías e impulsar las exportaciones; todo ello incidiendo positivamente en el ambiente productivo y competitivo de un país. Tanto economistas como financieros han mostrado interés en el análisis del comportamiento de las inversiones extranjeras y nacionales. A los primeros les interesa conceptos tales como que las induce, que las determina, esto, con el afán de encaminar la política pública gubernamental que coadyuve en el fomento de estas inversiones para la generación de crecimiento y desarrollo económico territorial.

Por otra parte para los financieros la inversión representa la operación financiera arriesgada por excelencia. Las decisiones financieras en operaciones ciertas y equilibradas son relativamente sencillas en tanto que se resuelven con la aplicación de criterios simples y efectivos de elección.

Sin embargo, en la decisión de inversión empresarial, debido principalmente al desconocimiento de su desarrollo en el futuro, no sólo se plantea un estudio más complejo, sino también implica la falta de un criterio universal de decisión por el papel determinante de las diferentes expectativas de los involucrados en la toma de decisiones, tales como ¿Cuánto se espera para actuar? ¿Qué se espera a corto y largo plazo? ¿Cuándo se espera obtener ganancia?, entre otros cuestionamientos.

La valoración de las empresas y activos financieros es uno de los elementos fundamentales para la toma de decisiones financieras, en especial a la hora de comprar o vender una empresa. En finanzas, se estudiado la aplicación de modelos de valuación empresarial para la toma de decisiones gerenciales. Modelos como el EVA, FED y opciones reales entre otros, tienen la finalidad de identificar el valor de un activo empresarial para la toma de decisiones de inversión, ventas, fusiones, adquisiciones, financiamientos, alianzas, acciones, opciones y activos intangibles como son las marcas registradas y patentes. Existen distintos métodos de valoración y, en la negociación, cada uno intentara hacer prevalecer aquel método que mejor le sirva para justificar el valor que está dispuesto a pagar o cobrar.

Es importante tomar en cuenta que la valuación de una empresa depende de la confiabilidad de la información financiera y no financiera de la entidad. En otras palabras para

guiar las decisiones del día a día hacia la creación del valor, el objetivo de maximizar el valor no solo deberá ser parte de los rendimientos económicos, financieros y tangibles de la compañía sino también deberá de ser medido y conducido por los indicadores no financieros e intangibles del desempeño a lo largo de todos los procesos y niveles jerárquicos; por ejemplo si un ejecutivo es medido por el valor que genera en su actuación al tomar decisiones (calidad del management), su salida de la empresa pudiera repercutir en el valor de las acciones; el posicionamiento del mercado, la cultura corporativa y la calidad de los productos y servicios son otros valores intangibles, que manejados eficazmente, repercuten positivamente en la maximización del valor.

El valor de una compañía, se constituye por la suma del valor de sus segmentos, que pueden representar sucursales, plantas, divisiones, marcas, regiones, grupos de productos, unidades de negocio, canales de distribución o segmentos del mercado. La participación en el mercado, el coeficiente de ventas alcanzadas, el número de reclamos de clientes son medidas que indican el grado en que la compañía satisface las necesidades de los clientes y es efectiva en su proceso de venta. Este es un indicador importante de la creación del valor a través del vínculo con el crecimiento en ventas (Casanueva et al. 2012).

Los indicadores financieros son analizados a través de los distintos modelos de valuación empresarial cuyos datos se pueden extraer de los estados financieros de todas las compañías que lo poseen, sin importar la industria en que se encuentren. Por contraste, el reporte de los activos intangibles tiene como necesidad establecer indicadores no financieros a medida para cada sector, y en algunos casos en el mismo sector, estos indicadores, varían de firma en firma. Lo anterior hace que la medición de los activos intangibles sea onerosa, y plantea un mayor grado de dificultad en establecer un estándar. Además, si a lo expuesto le sumamos que el reporte de indicadores no financieros es algo nuevo y desafía al reporte tradicional de indicadores financieros, la medición de activos intangibles puede incluso generar rechazo y desconfianza.

A diferencia de la investigación de Bernal (2009), aplicada específicamente a la industria Sinaloense, este estudio considero como prioridad la existencia de un departamento o despacho asesor externo especializado en el área financiera, lo cual solo pudo realizarse a través de la selección de empresas con más de 30 empleados para la conformación de la muestra y no de la población total de la base de datos del DENUe ubicado en la página del

INEGI. De igual manera, las escalas de medición del comportamiento de las variables financieras como ventas, utilidad de operación, utilidad neta, inversiones directas fueron realizadas con base en escala ordinal (a la alza, se mantuvo igual y a la baja) y no de manera dicotómica (a la alza, a la baja). Los resultados de ambos estudios contrastaron en el comportamiento de las variables financieras debido a que un 30% de las mismas se mantuvo igual en los primeros dos años y el porcentaje mayor restante se incrementó al final del periodo objeto de este estudio (2008-2010) lo cual marca un repunte en estos indicadores. Finalmente, otra diferencia significativa con la industria sinaloense, son los apoyos gubernamentales a la industria alimentaria de Yucatán los cuales no están relacionados con las inversiones directas a realizarse, debido principalmente a que los pocos apoyos existentes son orientados a empresas que no maximizan el valor de la inversión de los dueños o accionistas. Es de gran relevancia que los planes de política pública estatal se orienten a actividades que maximicen el valor de sus inversiones, para lograr que este sector se fortalezca y consolide para el logro de un círculo virtuoso de beneficios sociales. Es por esta circunstancia que se recomienda aplicar la gestión basada en valor (su objetivo financiero es la maximización del valor de la inversión) como una alternativa para eficientar las acciones gerenciales, en vista de que parte de la problemática de la industria de este sector es la falta de eficiencia en su organización. Al igual que en el estudio de Bernal (2009) sobre la industria sinaloense, se propone el modelo del EVA como propuesta para la gestión del valor en las empresas industriales de alimentos en Yucatán.

Normalmente quien asume la responsabilidad de tomar una decisión para inversión, debe de analizar además de los aspectos financieros y estratégicos, el talento humano y calidad profesional de quien presentó las cifras cuantitativas del proyecto, esto con el propósito de medir el grado de confianza del optimismo o pesimismo de quien diseño el plan de inversiones.

Debido a la importancia de conocer, identificar, analizar e interpretar los indicadores financieros y no financieros de valor y encaje estratégico de los proyectos para establecer su aceptabilidad o su orden de preferencia, el objeto de este estudio consiste en determinar los factores financieros y no financieros (capital intelectual) de valor empresarial que explican en mayor medida las decisiones de inversión en empresas industriales de alimentos en Yucatán.

Como se ha comentado a lo largo de este estudio, Yucatán es un sector fructífero del Estado debido a su contribución en la generación de empleo en las zonas rurales y por la gran demanda de sus productos tanto en el mercado local, como en los grandes mercados de Estados

Unidos, Centro y Sudamérica y Europa. Dentro de este sector destaca la industria de alimentos y bebidas, la cual tiene gran impacto en la economía del estado, ya que genera aproximadamente la mitad del PIB manufacturero. Con referencia a lo anterior, se mencionan a continuación características y problemáticas del sector industrial de alimentos en Yucatán, los cuales fueron obtenidos del estudio de campo.

El mercado al que se dirige es principalmente el estatal con un promedio de venta de 57%, pero cabe mencionar que el promedio obtenido por ventas al mercado extranjero es del 43%, esto nos permite vislumbrar la importancia de este sector en su impacto dentro de las exportaciones de la entidad.

La experiencia en el sector seguido de la visualización de un mercado potencial y de la ventaja competitiva son factores que han contribuido a mantener al alza las inversiones directas durante el periodo 2008-2010 en un 59.6%.

La utilidad de operación para el periodo 2008-2009 se mantuvo a la alza en un 46%; de igual manera para el periodo 2009-2010 en un 48%. Los factores que repercutieron en dicho comportamiento son: aumento en ventas, eficiencia en el área de producción y eficiencia organizativa.

El comportamiento de la utilidad neta fue a la alza en un 42% para el periodo 2008-2009 y en un 48% para el 2009-2010; los principales factores que repercutieron en el alza fueron: la disminución de intereses y costos financieros así como la disminución de costos fiscales.

El porcentaje promedio que representa el activo circulante del activo total en estas compañías es del 45% y el no circulante el 55%, esto nos permite percibir que existe una inversión sustantiva en los bienes muebles e inmuebles de esta industria lo que nos hace inferir que hay solidez en sus activos fijos, los cuales son usados en el proceso productivo de las mismas.

La principal fuente de financiamiento utilizada en el periodo 2008-2010 por la mitad de las empresas fueron los proveedores seguida de bancos comerciales y nuevas aportaciones de socios.

El principal destino de los recursos fue el capital de trabajo para poco más de la mitad de las compañías.

La estructura financiera durante el periodo estudiado respecto del activo total en términos porcentuales para Deuda Bancaria pasivo con costo financiero fue en promedio del 37%.

La estructura financiera durante el periodo estudiado respecto del activo total en términos porcentuales para Capital Contable fue en promedio 63%, esto nos indica que las empresas objeto de este estudio tienen un nivel de endeudamiento del 37%.

Los tres principales motivos por los que decidieron invertir en la industria de alimentos en Yucatán son: la experiencia en el sector, la ubicación geográfica del estado y el mercado potencial previsto. Un hallazgo interesante es que en el estudio de Bernal (2009) el segundo factor más importante que consideraron los empresarios sinaloenses para invertir en este sector, con el 41%, es que este tipo de industria es catalogada como una actividad económico familiar, lo cual coadyuva al apoyo mutuo entre los integrantes de una misma familia.

El comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo estudiado se mantuvo a la alza en el 48.1% de las empresas encuestadas y a la baja en el 19.2%.

A diferencia del estudio realizado por Ernst and Young, a través de su centro de investigación “Cap Gemini,”, donde los indicadores no financiero más importante en Inglaterra son la ejecución de la estrategia corporativa y la calidad de la misma, en la industria alimentaria yucateca lo que consideran los empresarios muy importante cuando evalúan una potencial decisión de inversión directa son: la participación en el mercado y la imagen de la marca, en otras palabras su percepción es más enfocada al producto que ofrecerán y no a las estrategias de la alta dirección. Por otra parte, la información no financiera constituyo cerca del 35% de la decisión de inversión para los más grandes fondos de inversión existente en Estados Unidos e Inglaterra, en el estudio de la industria yucateca el 28.8% de los encuestados le asigna un porcentaje de ponderación entre 20 y 39 por ciento a los factores no financieros por lo que los resultados son similares.

El factor financiero más importante para los empresarios de este sector al momento de resolver una potencial decisión de inversión es el comportamiento de ventas; estos resultados difieren con el obtenido por Valenzuela (2003) en su estudio con empresas chilenas quienes consideran más relevante el comportamiento de las utilidades de la empresa, por lo que podemos inferir que los empresarios chilenos analizan un mayor número de variables involucradas en la obtención de las mismas, lo que indica que son más estratégicos lo cual se

correlaciona con los dos factores financieros más importantes para los empresarios de este país sudamericano y son: la experiencia del management y la ejecución de la estrategia corporativa.

El 79% de las empresas encuestadas no obtuvieron apoyos orientados al fomento de la inversión en el periodo estudiado.

En lo que va del año el 85% de las compañías no han solicitado apoyos gubernamentales principalmente por falta de promoción y desconocimiento y porque no han tenido necesidad.

Los tres principales aspectos que consideran que contribuyen a la problemática interior de sus empresas en cuanto a administración de riesgos son: control operativo interno, altos costos en materias primas y liquidez.

La mitad de las empresas encuestadas tiene 41 empleados o menos.

La gran mayoría de las personas encuestadas son del género masculino.

Los puestos que más predominaron entre los encuestados son: Administrador o Gerente y Contador.

La profesión predominante de los encuestados es Contador Público.

El 30.8% de los encuestados tiene entre 32 y 38 años de edad.

Asimismo con los resultados de la investigación de campo se determinó que los factores financieros y no financieros en orden descendente de relación estadística, con el comportamiento de la inversión directa en las empresas industriales de alimentos en el periodo 2008-2010 fueron los siguientes:

Las ventas, utilidad de operación, utilidad neta, costos financieros y fiscales, son factores financieros que pueden ser visualizados en los dos principales estados financieros básicos: el balance general y el estado de resultados. En el caso de los factores No financieros o intangibles, utilizados en este estudio, como son la calidad del management, posicionamiento del mercado, cultura corporativa y calidad de los productos y servicios deben contar con medidas adecuadas de medición para cada uno de ellos.

Para efecto de los primeros, se seleccionaron variables, tomando como base los modelos de valuación del EVA, FED y opciones reales; en tanto los no financieros fueron seleccionados de un estudio realizado por PriceWaterHouseCoopers.

En cuanto a las pruebas estadísticas aplicadas se comprobó que no existe evidencia estadística para aceptar que la importancia los factores financieros y no financieros sean

iguales al momento de realizar la inversión. Es evidente que al momento de tomar decisiones existe una variación porcentual entre la importancia asignada a los factores financieros con respecto a los no financieros. En el estudio se pudo comprobar que el 29% de los encuestados aplica un promedio de 30% de importancia a los factores no financieros. Aun en la actualidad, las decisiones se apoyan mayormente en los informes contables tradicionales tales como el balance general, estado de resultados, flujo de efectivo, entre otros, todos de carácter cuantitativo y tangible. El factor no financiero mayormente tomado en cuenta es la calidad de los productos y servicios.

Un hallazgo interesante es que no existe evidencia estadística para afirmar que el comportamiento de las inversiones directas en el periodo 2008-2010 se relaciona con la maximización del valor de la inversión. Hay una relación inexistente, esto nos indica que cuando los empresarios de la industria de alimentos del estado toman decisiones de inversión, esta no se realiza con base en cálculos sobre lo que ellos esperan de sus rendimientos operativos sobre el capital invertido mayores al costo promedio ponderado de capital. Este resultado coincide con el estudio de Bernal (2009) y lo argumentado por Hirshleifer (1970:50), quien afirma sobre la falta de certeza en la información sobre los costos y beneficios de los proyectos como el principal problema para la toma de decisiones de inversión empresarial.

Resultado relevante también es que no existe evidencia estadística para aceptar que la maximización del valor de la inversión se relaciona con los apoyos gubernamentales, es decir, los programas de apoyo del gobierno para fomento al desarrollo del sector industrial de alimentos yucatecos está orientado a empresas que maximizan el valor de la inversión de los dueños o accionistas. Es importante destacar que las empresas que recibieron apoyos del gobierno accedieron también a créditos con el sistema financiero mexicano. Es recomendable que los planes de política pública estatal se orienten al desarrollo de actividades que maximicen el valor de sus inversiones, para lograr que el sector se fortalezca y consolide para el logro de un círculo virtuoso de beneficios sociales.

Por otra parte se midió la relación entre la variable dependiente inversión directa y las variables independientes de los factores financieros y no financieros por lo que obtuvimos como resultado que existe una relación en el comportamiento de las inversiones y el comportamiento de las ventas, utilidad de operación, utilidad neta; en cambio la calidad del

management, posición del mercado, calidad de productos y servicios, cultura corporativa , costos fiscales, apoyos gubernamentales y la administración de riesgos no se relacionan.

Finalmente se recomienda aplicar la gestión basada en el valor cuyo objetivo financiero es la maximización del valor de la inversión, lo cual coadyuva en eficientar las acciones de la alta dirección debido a que una de las principales problemáticas vislumbradas en este estudio es la deficiencia organizacional. Por lo que se presenta el modelo EVA como una alternativa para la gestión del valor en las empresas industriales de alimentos de Yucatán.

Hay que tomar en cuenta que los parámetros que considera el modelo del EVA son útiles para la toma de decisiones de inversión, financiamiento y dividendos empresariales. Un EVA positivo indica que la tasa de rendimiento empresarial es mayor al costo mínimo aceptable de quienes financian los activos invertidos en las empresas. Entre mayor sea esta tasa, mayor será el beneficio residual que representa la maximización del valor de la inversión.

Bibliografía

Alama, E, Martin, G y López, P *Capital Intelectual: Una propuesta para clasificarlo y medirlo. Revista Latinoamericana de administración.* Segundo semestre, No. 37. Universidad de los Andes. Bogotá Colombia. Obtenido en: <http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/html/716/71603702/71603702.html> Recuperado el 30 de junio 2010.

Álvarez, S, Reinoso, C, Del Mar, M (2003). *Guía de Valoración de Empresas.* Ed. Prentice Hall.

Amat, Oriol et al. (2002), *Ratios sectoriales, España: Gestión 2000.*

Amat, O. (2002). *EVA, Valor Económico Agregado.* Bogotá, Colombia: Norma.

Agüero, C (2007). *Opciones reales Y Finanzas empresariales.* Doctorando en administración y dirección de empresas, Univ. Politécnica de Catalunya, Perú.

Alama, E (2008). *Capital intelectual y resultados empresariales en las empresas de servicios profesionales de España.* Tesis de doctorado, facultad de Ciencias Económicas Empresariales, Universidad Complutense de Madrid.

Amram, M. y Kulatilaka, N. *Real Options. Managing Strategic Investment in an Uncertain World.* Harvard Business School Press, 1999.

Behrens, W y Hawranek (1994). *Manual para la preparación de estudios de viabilidad industrial.* Edición corregida y aumentada, Viena Austria: Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial (ONUDI).

Bellón, L (1980). *Le pouvoir financier et l'ind en France.* Paris: editions le Seuil.

Bernal, D (2009). *Modelos de Valuación Empresarial y Decisiones de Inversión en la industria de alimentos del estado de Sinaloa.* Tesis de doctorado, Doctorado en ciencias sociales, Universidad Autónoma de Sinaloa.

Besley, S., y Brigham, E. (2011). *Fundamentos de administración financiera, (14ª edición).* México, DF: Cengage Learning editores..

Blank, L. y Tarquín, T (2001), *Ingeniería Económica, (4ta edición),* traducción de Gladys Arango Medina, Colombia: McGraw-Hill.

Blasco, F (2005). *Los lenguajes de la economía: el análisis del valor y la distribución.* Edición digital a texto completo disponible en:

<http://www.eumed.net/libros/2005/efb/> Recuperado el 12 de julio 2010.

Brighman, E. y Houston, J. (2006), Fundamentos de Administración Financiera, (10 edición), México: Thomson.

Brooking, A (1997). El Capital Intelectual: El principal activo de las empresas del tercer milenio. Barcelona: Paidós Ibérica SA.

Bueno C. E. (1998). El Capital Intangible como Clave Estratégica en la Competencia Actual. Boletín de Estudios Económicos, vol. 53, pp. 207-229.

Carbonell , O, Hurtado, F y Pérez C (s/f), <D-CAMP en México. Un modelo alternativo para el costo del capital. Obtenido en: http://ipade.mx/contenidos_home3/pdf/DCAMP.PDF Recuperado el 30 de junio del 2010.

Casanueva, A, Sanchez, J, Valadez, C y Villanueva, I (2012). Maximización de valor. (1er edición). Editorial Pearson educación, México.

Castañón, S (2003). Estructura y perspectivas de la industria de alimentos en México. Comercio Exterior, vol. 53.

Castaño, C (2008). Valoración de pequeñas empresas: una aplicación a la marca “denominación de origen dehesa de Extremadura”. Tesis de doctorado, doctor en Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED.

CEPAL (2005). La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Obtenido en: <http://www.eclac.org/publicaciones/xml/4/24294/lcg2309e.pdf> Recuperado el 29 de junio del 2010.

CEPAL (2005). La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Obtenido en: <http://www.eclac.org/publicaciones/xml/3/28393/IE2006Preliminar.pdf> Recuperado el 29 de junio del 2010.

Chauvet y González (2001). Globalización y estrategias de grupos empresariales agroalimentarios de México. Comercio Exterior, vol. 51, núm. 12, 2001.

CIC (2003). Modelo de medición y gestión del capital intelectual: Modelo Intellectus, documento de trabajo CIC Madrid.

Copeland, T (2004). Valoración, medición y gestión de valor, traducción de Luis Corrons; Deusto, España.

Damodaran, A (2003). Investment valuation: tools and techniques for determining the value of Any asset. Obtenido en: <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar> Recuperado el 30 de junio del 2010.

Eppen, G. (2000), Investigación de operaciones en la ciencia administrativa, quinta edición, traducción de Ángel Carlos González Ruiz, México: Pearson.

Euroforum Escorial (1998). Medición del capital intelectual: Modelo Intelect, I.U. Escorial, Madrid.

Esquivel, Eligio (2006, 03 de noviembre). La concertación de la industria alimentaria en México. Sección agro negocios, periódico el economista, pág. 25.

Gruma, Reporte anual, BMV, 2004

Esquivel, G y Larraín F (2001). ¿Cómo atraer la inversión extranjera directa? Disponible en: http://www.cid.harvard.edu/archive/andes/documents/workingpapers/fdi/fdi_esquivel_larrain.pdf Recuperado el 29 de junio del 2010.

Estrada, J (2001). Mean-semivariance behavior (II): the D-CAPM. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=307242 Recuperado el 22 de junio 2010.

Faus, J (2001), Políticas y decisiones financieras para la gestión de valor de las empresas, (2da edición), España: Estudios y ediciones IESE, Universidad de Navarra

Fernández, P (2005). Valoración de empresas. Como medir y gestionar la creación de valor. (3er edición). España: Gestión 2000.

Ferruz, L. (2003), Dirección Financiera, España: Gestión 2000.

Ferruz, L y Sarto J (1999), Evaluación de inversiones y financiación, (2da edición), España: Gestión 2000.

Furio, E (2005). Los Lenguajes de la economía: el análisis del valor y la distribución. Disponible en: <http://www.eumed.net/libros/2005/efb/6d.htm> Recuperado el 05 de abril 2010.

Giribets, M.:(2009). Algunas consideraciones sobre la crisis actual del capitalismo. Edición electrónica gratuita. Texto completo disponible en: www.eumed.net/libros/2009c/599/ Recuperado el 12 de julio 2010.

Grande, I y Abascal, E (1999). Métodos multivariantes para la investigación comercial. Prentice Hall, México.

Grinbaltt, M y Sheridan T (2003). Mercados financieros y estrategia empresarial. (2da edición). Mcgraw Hill. España.

Hecking, Stephan, Maria (2002). The relation between shareholder value orientation and shareholder value creation. Tesis doctoral. Departamento de Economía de la Empresa. Universidad Autónoma de Barcelona. España.

Hirshleifer, J. (1970). Investment, interest, and capital. Prentice-Hall, EEUU.

Instituto Nacional de Estadística y Geografía (2006). Censos económicos y anuario de estadística por entidad federativa. Edición 2007, Yucatán, México.

Instituto Nacional de Estadística y Geografía. Censo económico 2004, Yucatán. Disponible:http://www.inegi.gob.mx/est/contenidos/proyectos/.../ce2004/default.aspx?&_

Recuperado el 15 de noviembre del 2010, de la base de datos del INEGI:

Kaplan, R y Norton, D (2002). Cuadro de Mando Integral: the balanced Scorecard, (2da edición), España: Gestión 2000.

Kirzner, I (1999). El empresario. Obtenido en:
http://www.eumed.net/cursecon/textos/Kirzner_empresario.pdf Recuperado 12 julio 2010.

López, S (1996). Marco teórico y metodológico para interpretar el cambio tecnológico en la agricultura y en la agroindustria. México: IIE-UNAM, Siglo XXI Editores.

Martin, J. y J. Petty, W (2001), La gestión basada en el valor. España: Gestión 2000.

Menger, C (1985). Principios de economía política. Edición electrónica gratuita. Texto completo obtenido en: <http://eumed.net/cursecon/textos/menger/3valor.htm> Recuperado el 30 de junio 2010.

Milla, A (2004). Gestión orientada al valor. Revista: Estrategias, business Intelligence y Finanzas Corporativas, No. 17, 1er trimestre.

Norma de Información Financiera C-5. Elementos básicos de los estados financieros. Consejo Mexicano para la investigación y desarrollo de Normas de Información Financiera (CINIF). Mexico.

Norma de Información Financiera C-8. Activos Intangibles. Consejo Mexicano para la investigación y desarrollo de Normas de Información Financiera (CINIF). Mexico.

Nunnally, J. C. (1978). Psychometric Theory. (2da. Edición). New York, Mc Graw Hill

Porter, M. (2005). Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia. (35ava edición), traducción de María Elena Rosas Sánchez, México: CECSA.

Quintal, A (2005). Desarrollo Estratégico de la pequeña empresa. Impulso a la economía de Yucatán. UADY, Yucatán, México.

Ramírez, A (2002). Inversión extranjera directa en México. Determinantes y pautas de localización. Tesis doctoral, departamento de economía aplicada, Barcelona, España.

Rappaport, A (1998). La creación del valor para el accionista. Una guía para inversores y directivos. (2da.edición). Deusto, España.

Rendón, A (2008). Grupos económicos en la industria de alimentos: Las estrategias de Gruma Argumentos. Vol. 21, Núm. 57, pp. 87-112 Universidad Autónoma Metropolitana – Xochimilco, México.

Rendón, Araceli (1997). Grupos económicos en la década de los ochenta: estrategias de diversificación o especialización. Economía, Teoría y Práctica, nueva época, núm. 8, UAM.

Rendón, A; Morales, A, Roll, A (2003). Historia de las doctrinas económicas. (3er edición). FCE. México.

Revista Impulso económico (2004, 25 de junio). División alimentos, bebidas y tabaco. Obtenido en: <http://www.sefoe.yucatan.gob.mx/docpublicaciones/200406253299.pdf>
Recuperado el 12 de julio 2010.

Roll, E (2003). Historia de las doctrinas económicas. (3er edición), FCE, México.

PriceWaterHouseCoopers (2002). Valuación de empresas. Gestión 2000.

Secretaria de Economía, Secretaria de Relaciones Exteriores, Promexico. (2010). Prioridades para la promoción internacional: Sectores, regiones y elementos de coordinación entre la cancillería y Promexico.

Secretaria de Fomento Económico. Ubicación estratégica. Disponible en: <http://www.sefoe.yucatan.gob.mx/esp/ventajas/posicionamiento-geografico.php> recuperado el 13 de noviembre del 2010, de la base de datos de Yucatán, Gobierno del estado.

Secretaria de Fomento Económico. Yucatán en cifras. Reporte económico. Disponible en: http://www.sefoe.yucatan.gob.mx/esp/yucatancifras/Yucatan_en_Cifras_Segundo_Trimestre_2010.pdf
Recuperado el 13 de noviembre del 2010, de la base de datos de Yucatán, Gobierno del estado.

- Schumpeter, J. (1934). *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, p. 64.
- Stewart, T. (1998): *La Nueva Riqueza de las Organizaciones: El Capital Intelectual*. Buenos Aires: Granica S. A.
- Stewart, B (2000). *En busca del Valor*. España: Gestión 2000.
- Stern, J y Shiely, J (2002). *El desafío del EVA. Como implementar el cambio del valor agregado en la organización*. Traducción de Ana García Beltrán, Colombia: Norma.
- Sullivan (2001). *Rentabilizar el Capital Intelectual. Técnicas para optimizar el valor de la innovación*. España: Editorial Paidós
- Torres, B (2002). *Modernización productiva, sistemas de trabajo y recursos humanos en la industria de alimentos y bebidas de Yucatán*. Tesis doctoral en estudios sociales, UAM Ixtapalapa, México, DF.
- Torres, B (2006). *Los bonos de productividad como puntal de la política de recursos humanos en empresas de alto desempeño: El caso Keken*. Obtenido en: <http://docencia.izt.uam.mx/egt/publicaciones/libros/bonos/VI%20yucat%E1n.pdf>
Recuperado el 12 de julio de 2010.
- Torres, F y Gasca, J (2001). *Ingreso y alimentación de la población en el México del siglo XX*. México: IIE-UNAM.
- Uriarte, H (2002), *Valuación de empresas y creación de valor*. UNAM/ Instituto Mexicano de Ejecutivo de Finanzas, México.
- Valenzuela, C (2003). *Importancia de factores no financieros en las decisiones de inversión*. Tesis de licenciatura, ingeniería comercial, Santiago de Chile.
- Viedma, J.M. (1998). *La gestión del conocimiento y del capital intelectual*. Obtenido en: www.gestiondelcapitalintelectual.com Recuperado el 12 de julio 2010.

ANEXOS

Instrumento de investigación en campo

Buenos días/tardes/noches mi nombre es _____ y estoy realizando una encuesta para conocer la opinión de las personas encargadas de las finanzas en las empresas del sector industrial de alimentos en Yucatán, me gustaría me permitiera 20 minutos de su tiempo, le comento que la información obtenida es estrictamente confidencial y los resultados de la misma se trataran de forma global.

1. En este momento usted diría que su empresa se encuentra en: (encierra en un círculo el número que corresponda a la respuesta, si es necesario lee la explicación entre paréntesis):

Crecimiento (iniciando el ciclo de vida) _____1

Sostenimiento (sigue atrayendo inversiones y reinversiones pero se les exige rendimiento sobre capital de inversión) _____2

Cosecha (supero las dos fases anteriores y no requieren inversiones importantes, sino incrementar el flujo de efectivo)_____3

2. Me podría decir de las siguientes opciones que le voy a mencionar a ¿Cuánto ascendieron las ventas en su compañía el año pasado?

- a) Menos de 20, 000,000 _____1
- b) 20, 000,000 _____ 30, 000,000 ____2
- c) 30, 000,000 _____ 40, 000,000 ____3
- d) 40, 000,000 _____ 50, 000,000 ____4
- e) 50, 000,000 _____ 60, 000,000 ____5
- f) 60, 000,000 _____ 70, 000,000 ____6
- g) 80, 000,000 _____ 90, 000,000 ____7
- h) 90, 000,000 _____ 100,000,000 ____8
- i) 100, 000,000 _____ en adelante ____9

3. Me podría decir ¿Qué porcentaje del total de las ventas corresponde a cada uno de los siguientes mercados? (*Encuestador:* verifica que la suma sea del 100%)

1. Municipal % _____ 2. Estatal% _____ 3. Nacional% _____ 4. Extranjero% _____

4. Me podría decir cuál ha sido el comportamiento en el volumen de sus ventas en el periodo... (Encuestador leer primero el periodo de la segunda columna y posteriormente el de la tercera, encerrar en un círculo el número que corresponda a la respuesta).

COMPORTAMIENTO	2008 - 2009	2009 - 2010
A la alza		
Se mantuvo igual		
A la baja		

5. Me gustaría me dijera los tres principales factores que usted considera que hayan repercutido en el comportamiento de sus ventas en el periodo... (MOSTRAR TARJETA 1, *Encuestador*: enumera en orden las opciones que te mencionen siendo el 1 el factor más importante y el 3 el menos importante en la columna correspondiente).

FACTOR	2008 - 2009	2009 - 2010
Experiencia en el sector		
Mercado potencial		
Ventaja competitiva		
Aumento en la cadena de valor		
Innovación y mejora en los productos		
Aprovechamiento de apoyos gubernamentales		
Aumento de inversiones en capital de trabajo		
Aumento en inversiones de activos fijos		
Estímulos fiscales		
Bajas tasas de interés		
Oferta de crédito bancario		
Competencia desleal		
Disminución de la participación en el mercado		
Productos sustitutos		
Precios no competitivos		
Falta de financiamiento		
Falta de liquidez para ofrecer créditos a clientes		
Otros (especificar):		

6. Me podría decir si ¿ha realizado importaciones de productos en lo que va del año para cubrir la demanda de su mercado actualmente? (*Encuestador*: no menciones las opciones de respuesta)

Si _____ 1 (Pasar a la siguiente pregunta y continuar)

No _____ 2 (Pasar a la pregunta 8)

No recuerdo _____ 3 (Pasar a la pregunta 8)

7. En la pregunta anterior me dijo que ha realizado importaciones en lo que va de año, me podría especificar a qué lugar o lugares por favor:

8. Me podría decir si ¿ha realizado exportaciones de productos en lo que va del año para expandir su mercado? (*Encuestador*: no menciones las opciones de respuesta)

Si _____ 1 (Pasar a la siguiente pregunta y continuar)

No _____ 2 (Pasar a la pregunta 10)

No recuerdo _____ 3 (Pasar a la pregunta 10)

9. En la pregunta anterior me dijo que ha realizado exportaciones en lo que va del año, me podría especificar a qué lugar o lugares por favor:

10. pasando a otro aspecto me podría decir cuál fue el comportamiento de la utilidad de operación en el periodo... (*Encuestador*: leer primero el periodo de la segunda columna y posteriormente el de la tercera, encerrar en un círculo el número que corresponda a la respuesta).

COMPORTAMIENTO	2008 - 2009	2009 - 2010
A la alza		
Se mantuvo igual		
A la baja		

11. Me gustaría me dijera los tres principales factores que usted considera que hayan repercutido en el comportamiento de su utilidad de operación en el periodo... (MOSTRAR TARJETA 2, *Encuestador*: enumera en orden las opciones que te mencionen siendo el 1 el factor más importante y el 3 el menos importante en la columna correspondiente).

FACTOR	2008 - 2009	2009 - 2010
Aumento en ventas		
Disminución de costos de producción		
Disminución de costos de administración y venta		
Eficiencia en el área de producción		
Eficiencia organizativa		
Disminución en ventas		
Aumento de costos de producción		
Aumento en costos de administración y venta		
Ineficiencia en el área de producción		
Ineficiencia operativa		
Otros (especificar):		

12. Me podría decir ¿Cuál es la tasa de rendimiento operativo anual de su negocio respecto a la inversión directa? (*Encuestador*: especifica la formula en caso necesario: Utilidad de operación / Capital neto de trabajo + activo fijo neto, la respuesta debe de ser en porcentaje).

_____ %

13. Hablando ahora de la utilidad neta me gustaría me dijera cual ha sido el comportamiento de esta en el periodo...(*Encuestador*: leer primero el periodo de la segunda columna y posteriormente el de la tercera, encerrar en un círculo el número que corresponda a la respuesta).

COMPORTAMIENTO	2008 - 2009	2009 - 2010
A la alza		
Se mantuvo igual		
A la baja		

14. Me gustaría me dijera los tres principales factores que usted considera que hayan repercutido en el comportamiento de la utilidad neta en el periodo... (MOSTRAR TARJETA 3, *Encuestador*: enumera en orden las opciones que te mencionen siendo el 1 el factor más importante y el 3 el menos importante en la columna correspondiente).

FACTOR	2008 - 2009	2009 - 2010
Disminución de intereses y costos financieros		
Aumento de productos financieros		
Utilidad por venta de activos fijos		
Disminución de costos fiscales		
Altos costos financieros		
Disminución de productos financieros		
Perdida por ventas de activo fijo		
Altos costos fiscales		
Disminución en el volumen de ventas		
Disminución en el precio de venta		
Aumento de costos de producción		
Aumento en costos de administración y venta		
Ineficiencia en el área de producción		
Ineficiencia organizativa		
Altos costos financieros		
Otros (especificar):		

15. pasando a otro tema me podría decir si ¿en su compañía se realizan amortizaciones para pérdidas fiscales?

Si _____ 1

No _____ 2

No sé _____ 3

16. De las siguientes fuentes de financiamiento dígame por favor ¿Cuáles fueron las tres en orden de importancia que más utilizo en el periodo de 2008 a 2010 en su empresa? ... (MOSTRAR TARJETA 4, *Encuestador*: escribe sobre la línea el número que corresponda siendo el 1 el más importante y el 3 el menos importante).

Proveedores_____ (pasar a la siguiente pregunta y continuar

Bancos comerciales_____ (pasar a la siguiente pregunta y continuar)

Bancos de desarrollo_____ (pasar a la siguiente pregunta y continuar)

Oficina matriz_____ (pasar a la siguiente pregunta y continuar)

Otros pasivos_____ (pasar a la siguiente pregunta y continuar)

Reinversión de utilidades_____ (pasar a la siguiente pregunta y continuar)

Nuevas aportaciones de socios_____ (pasar a la siguiente pregunta y continuar)

Ninguna _____ (pasar a la pregunta 18)

Otra (especificar)_____ (pasar a la siguiente pregunta y continuar)

17. Me podría decir ¿cuál de las siguientes opciones fue el principal destino de los recursos obtenidos de las fuentes de financiamiento durante el periodo 2008 – 2010? (*Encuestador*: lee las opciones y encierra en un círculo el número correspondiente a la respuesta)

Capital de trabajo _____ 1

Activos fijos _____ 2

Reestructuración de pasivos _____ 3

Comercio exterior _____ 4

Otro _____ (especificar)

18. Me puede decir ahora como fue la estructura financiera durante el periodo 2008 – 2010 respecto del activo total en términos porcentuales para los siguientes conceptos por favor (*Encuestador*: lee los conceptos y anota el porcentaje, la suma de ambos debe de ser 100%)

Deuda bancaria o pasivo con costo financiero _____ %

Capital contable _____ %

19. Me puede especificar ahora cual fue la tasa de interés bancaria anual que en promedio pago por sus créditos durante el periodo 2008 – 2010 (*Encuestador*: escribe sobre la línea el número que corresponda a la tasa de interés y encierra en un círculo el numero si la respuesta es otra, NO lea las opciones de respuesta)

No contrate créditos en ese periodo _____99

Tasa de interés _____%

20. Me puede decir cuál es la tasa de rendimiento anual promedio que los inversionistas (socios o dueños del negocio) exigieron para el periodo 2008 – 2010? (*Encuestador*: escribe sobre la línea el número que corresponda al porcentaje)

_____%

21. Me puede indicar ¿Cuál fue la tasa promedio de impuesto federal que pago en el periodo 2008 – 2010? _____%

22. Me puede indicar ¿Cuál fue la tasa promedio de impuesto estatal que pago en el periodo 2008 – 2010? _____%

23. De los siguientes motivos que a continuación le diré, por favor dígame cuales fueron los tres principales por los cuales se decidió invertir en una industria de alimentos en Yucatán (MOSTRAR TARJETA 5, *Encuestador*: enumera del 1 al 3 las respuestas siendo 1 el motivo más importante y 3 el de menor importancia)

Estabilidad macroeconómica _____

Experiencia en el sector _____

Ubicación geográfica del estado _____

Autoempleo _____

Mercado potencial previsto _____

Reactivación del mercado interno _____

Relación con socios clave para invertir en el sector _____

Facilidades para obtener financiamientos _____

Rentabilidad del sector _____

Apoyos gubernamentales de fomento a la inversión _____

Facilidades administrativas para abrir el negocio _____

Mano de obra calificada_____

Fácil acceso a las materias primas_____

Formulación y evaluación del proyecto de inversión_____

Otros (especificar)_____

24- Me podría decir que porcentaje representan del activo total el (*Encuestador:* leer las opciones de respuesta y verificar que la suma de las opciones sea de 100%) en el último mes del año 2010?

Activo circulante _____%

Activo no circulante _____%

25. Me podría decir ¿Cuál es la tasa de depreciación anual promedio en la compañía? (*Encuestador:* escribir sobre la línea el porcentaje correspondiente)

_____%

26. Me podría decir ¿Cuál fue el comportamiento de las inversiones directas o activos totales en el periodo 2008 – 2010? (*Encuestador:* encierra en un círculo el número que corresponda a la respuesta)

A la alza _____ 1 (pasar a la siguiente pregunta y continuar con la 29)

Se mantuvo igual _____ 2 (pasar a la pregunta 29)

A la baja _____ 3 (pasar a la pregunta 28)

27. En la pregunta anterior me dijo que el comportamiento de las inversiones directas fue a la alza, por favor indíqueme en ¿Cuál de los siguientes rubros se aplicaron y cuantas veces en el periodo? (Encuestador: marque con una X la columna que corresponda a la respuesta)

Aplicaciones de las inversiones	No de veces en el periodo			
	0	1	2	+ de 3
1. Actualización del equipo de producción				
2. Actualización tecnológica				
3. Adquisición de terrenos y edificios				
4. Innovación de productos				
5. Investigación y desarrollo				
6. Capital de trabajo				
7. Capacitación del recurso humano del área de producción				
8. Capacitación del recurso humano del área de directiva				
9. Instalación de nuevas sucursales				
10. Nuevos proyectos de inversión (diversificación)				
11. Adquisición de otras empresas				
12. Fusión con otras empresas				
13. Alianzas estratégicas con otras empresas				
14. Otros (especificar):				

28. En la pregunta anterior me dijo que el comportamiento de las inversiones directas fue a la baja por favor dígame de los siguientes factores que le voy a mencionar los tres factores en orden de importancia que considera ocasionaron dicho comportamiento (MOSTRAR TARJETA 6, Encuestador: enumera del 1 al 3 las respuestas siendo 1 el motivo más importante y 3 el de menor importancia).

- Exceso de equipo de producción _____
- Reingeniería de los procesos _____
- Falta de recursos financieros para invertir en los activos de la empresa _____
- Nulas oportunidades de inversión en los negocios _____
- Cambio de actividad económica _____
- Exceso de inventarios _____
- Exceso de cartera vencida _____
- Falta de inversión pública en infraestructura _____
- Falta de inversión extranjera directa _____
- Competencia desleal por inversiones extranjeras _____
- Competencia desleal por inversionistas nacionales _____
- Otros (especificar): _____

29. De los siguientes factores NO financieros que le voy a mencionar por favor indíqueme cual (es) considera la compañía cuando evalúa una potencial decisión de inversión directa (*Encuestador*: Leer las opciones y encerrar en un círculo el número que corresponda a las respuestas).

Calidad del Administrador/director (management) _____ 1

Participación del mercado _____ 2

Cultura corporativa _____ 3

Calidad de los productos y servicios _____ 4

Otra _____ (especificar)

30. En cuanto a los aspectos NO financieros me gustaría me dijera que rango de porcentaje de ponderación le asigna su empresa a éstos durante el proceso de toma de decisiones de inversión.

Del 0% al 19% _____ 1

Del 20% al 39% _____ 2

Del 40% al 59% _____ 3

Del 60% al 79% _____ 4

Del 80% al 100% _____ 5

31. De los siguientes aspectos financieros y no financieros que le voy a mencionar por favor dígame el grado de importancia que su compañía les asigna al momento de resolver una potencial decisión de inversión. (Encuestador: Encierra en un círculo el número que corresponda a la respuesta)

Grado de importancia FACTORES	Nada importante	Poco importante	Medianamente importante	Importante	Muy importante
Financieros	1	2	3	4	5
Comportamiento de las ventas	1	2	3	4	5
Utilidad de operación	1	2	3	4	5
Estructura financiera	1	2	3	4	5
Costos de financiamiento	1	2	3	4	5
Costos fiscales	1	2	3	4	5
No financieros	1	2	3	4	5
Experiencia del management	1	2	3	4	5
Calidad de la estrategia corporativa	1	2	3	4	5
Ejecución de la estrategia corporativa	1	2	3	4	5
Participación del mercado	1	2	3	4	5
Imagen de la marca	1	2	3	4	5
Investigación y desarrollo e innovación	1	2	3	4	5
Tasa de rotación de personal	1	2	3	4	5
Calidad de la capacitación a empleados	1	2	3	4	5
Calidad de los sistemas de incentivos por desempeño	1	2	3	4	5
Calidad percibida por los clientes	1	2	3	4	5
Durabilidad del producto	1	2	3	4	5
Calidad de los procesos	1	2	3	4	5

32. Pasando a otro tema me podría decir si obtuvo apoyos del gobierno orientados al fomento de la inversión en el periodo 2008 – 2010 (Encuestador: No lea las opciones de respuesta)

Si _____ 1 (Pasar a la siguiente pregunta y continuar)

No _____ 2 (Pasar a la pregunta 35)

No recuerdo o no sabe _____ 3 (pasar a la pregunta 35)

33. De las siguientes instituciones de gobierno que le voy a mencionar por favor dígame a través de cual o cuales obtuvo dicho apoyo. (Encuestador: Leer las opciones de respuesta y encerrar en un círculo el número que corresponda a las respuestas).

Secretaría de economía _____ 1 SOFOME _____ 6 OTRA _____

BANCOMEXT _____ 2 SEMARNAT _____ 7

CONACYT _____3 FONAES _____8

SEDESOL _____4 SEFOE _____9

SAGARPA _____5 SEP _____10

34. De los siguientes tipos de apoyo que le voy a mencionar por favor dígame cual o cuales recibió:

Estímulos fiscales	1	Servicio de orientación e información	5
Capacitación, asistencia técnica y consultoría empresarial	2	Estímulo a la exportación	6
Créditos	3	Desarrollo regional	7
Apoyos en infraestructura	4	Incubadora de negocios	8
OTRA:			

35. En lo que va del presente año ¿ha solicitado apoyos del gobierno?

SI _____ 1 (pasar a la siguiente pregunta y continuar)

NO _____2 (pasar a la pregunta 38)

36. Me puede decir de las siguientes instituciones en cual o en cuales ha obtenido dichos apoyos (Encuestador: Leer las opciones y encerrar en un círculo el número que corresponda a las respuestas).

Secretaría de economía _____1 SOFOME _____6 OTRA _____

BANCOMEXT _____2 SEMARNAT _____7

CONACYT _____3 FONAES _____8

SEDESOL _____4 SEFOE _____9

SAGARPA _____5 SEP _____10

37. De los siguientes apoyos que le voy a mencionar por favor dígame cual o cuales ha recibido en el presente año:

Estímulos fiscales	1	Servicio de orientación e información	5
Capacitación, asistencia técnica y consultoría empresarial	2	Estímulo a la exportación	6
Créditos	3	Desarrollo regional	7
Apoyos en infraestructura	4	Incubadora de negocios	8
OTRA:			

38. Me puede decir porque no ha solicitado apoyos del gobierno: _____

39. A continuación le leeré una serie de aspectos por favor enumere los tres principales que considera que contribuyen a la problemática interior de tu empresa en cuanto a administración de riesgos (Encuestador: MOSTRAR TARJETA 7, leer las opciones, escribir sobre la línea el número que corresponda y mostrar tu tarjeta).

Control operativo interno _____

Desgaste de marca _____

Mano de obra no calificada _____

Establecimiento de precio de venta _____

Medición del desempeño del personal _____

Deficiencia organizacional _____

Falta de planeación a largo plazo _____

Falta de capacidad de adaptación al cambio _____

Financiamiento _____

Altos costos en insumos _____

Altos costos en materias primas _____

Altas tasas de interés _____

Aumento en el tipo de cambio _____

Liquidez _____

Otro (especificar) _____

40. A continuación me gustaría me dijera si en su empresa considera controles para administrar riesgos: (Encuestador: leer cada enunciado y encerrar en un círculo el número que corresponda a la respuesta).

Elementos de administración de Riesgos			A	NO
	SI	NO	VECES	SABE
1. ¿Adquieren primas de seguros?	1	2	3	4
2. ¿Cobertura de tipo de cambio?	1	2	3	4
3. ¿Cobertura de tasa de interés?	1	2	3	4
4. ¿Contrato de futuro de insumos?	1	2	3	4
5. ¿Plan de recuperación de sistemas?	1	2	3	4
6. ¿Programas de certificación?	1	2	3	4
7. ¿Dictamen voluntario del IMSS?	1	2	3	4
8. ¿Dictamen de estados financieros?	1	2	3	4
9. ¿Realiza auditoria interna?	1	2	3	4
10. ¿Invierte en programas de capacitación?	1	2	3	4
11. ¿Invierte en actualización tecnológica?	1	2	3	4
12. ¿Invierte en fondo de pensiones?	1	2	3	4
13. Otros: Especifique	1	2	3	4

Empresa	
No. de empleados	
Persona responsable del cuestionario	
Edad (marque con X el rango)	<u>20 -25</u> <u>26 – 30</u> <u>31 – 35</u> <u>36 - 40</u> <u>45 en adelante</u>
Puesto	
Ultimo grado de estudio (Licenciatura, maestría, doctorado, pos doctorado)	
Años de experiencia en el puesto	
¿Desea recibir información de esta investigación?	Si / NO
Si contesta que si, proporciónenos su correo electrónico por favor	

Escalas del instrumento

	DIMENSION	ITEM	ESCALA	
FACTORES FINANCIEROS	I. Ventas	2	Ordinal	
		3	Razón	
		4	Ordinal	
		5	Nominal	
		6	Nominal	
		7	Nominal	
		8	Nominal	
	9	Nominal		
	II. Utilidad de operación	10	Ordinal	
		11	Nominal	
		12	Razón	
		III. Utilidad neta	13	Ordinal
			14	Nominal
	15		Nominal	
	IV. Estructura financiera	16	Ordinal	
		17	Intervalo	
		18	Razón	
		24	Razón	
		25	Razón	
	V. Costos de financiamiento	19	Razón	
		20	Razón	
	VI. Costos fiscales	21	Razón	
		22	Razón	
	VII. Inversión directa realizada	23	Ordinal	
		26	Ordinal	
		27	Ordinal	
		28	Ordinal	
	VIII. Calidad del management, Fortaleza de la posición del mercado, cultura corporativa, calidad producto y servicio).	29	Intervalo	
30		Intervalo		
31		Ordinal		
IX. Apoyos gubernamentales	32	Nominal		
	33	Nominal		
	34	Nominal		
	35	Nominal		
	36	Nominal		
	37	Nominal		
	38	Nominal		
X. Administración de riesgos	39	ordinal		
	40	Nominal		
XI. Generales		Nominal		



UNIVERSIDAD NACIONAL
AVENIDA DE
MÉXICO

Programa de Posgrado en Ciencias de la
Administración
Oficio: PPCA/GA/2013

Asunto: Envío oficio de nombramiento de jurado de Doctorado.

Coordinación

Dr. Isidro Ávila Martínez
Director General de Administración Escolar
de esta Universidad
Presente

Atn.: Dr. Manuel Enrique Vázquez Valdés
Coordinador de la Unidad de Administración del Posgrado

Me permito hacer de su conocimiento, que el alumno **Mario René Chan Magaña**, presentará la tesis dentro del Plan de Doctorado en Ciencias de la Administración toda vez que ha concluido el Plan de Estudios respectivo, por lo que el Subcomité de asuntos académicos y administrativos de Doctorado, tuvo a bien designar el siguiente jurado:

Dr. Carlos Morales Troncoso	Presidente
Dr. José Jorge Celestino Cardiel Hurtado	Vocal
Dr. Juan Danilo Díaz Ruiz	Secretario
Dr. Arturo Morales Castro	Suplente
Dra. Ruth Noemi Ojeda López	Suplente

Por su atención le doy las gracias y aprovecho la oportunidad para enviarle un cordial saludo.

Atentamente
"Por mi raza hablará el espíritu"
Ciudad Universitaria, D.F., 22 de mayo de 2013.

El Coordinador del Programa

Dr. Jorge Rios Szalay