

## **Parámetros de medidas de creación de valor para los accionistas en un entorno competitivo**

*DINORAH JOYCE CHÁVEZ NIETO<sup>1</sup>*

*JORGE VÍCTOR ALCARAZ VERA \**

### **RESUMEN**

El presente trabajo es el resultado de una investigación de enfoque cuantitativo, diseño longitudinal y alcance correlacional, efectuado con la finalidad de describir y aplicar los parámetros más representativos que permitan identificar si las empresas están creando valor para sus accionistas en un entorno competitivo.

Por lo anterior, la investigación se enfoca en el análisis primeramente de los propósitos de efectuar la valuación de una empresa, después se prosigue con los métodos para efectuarlo y finalmente se abordan los parámetros de medidas de creación de valor.

**Palabras clave:** Empresa, valuación, medidas de creación de valor.

### **ABSTRACT**

This paper is the result of a quantitative research approach, longitudinal correlational design and scope, made in order to describe and apply the most representative parameters to identify if companies are creating shareholder value in a competitive environment.

Therefore, the research focuses primarily on the analysis of the purposes of the valuation of a company, then continues with methods to be made and finally parameter value creation measures are addressed.

**Keywords:** Company, valuation, value creation measures.

---

<sup>1</sup> \*Universidad Michoacana de San Nicolás de Hidalgo.

## **INTRODUCCIÓN**

Una empresa es un conjunto de activos de diversa naturaleza, capital humano y físico, que produce bienes y servicios que son financiados con aportaciones de los socios o accionistas, con recursos producidos por la misma empresa como son las utilidades que se reinvierten y finalmente con créditos obtenidos de las entidades financieras.

En general, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y el comprador acuerdan realizar una operación de compra-venta de una empresa (Fernández, 2002).

La necesidad de valorar las empresas es cada día más necesaria debido fundamentalmente al aumento de fusiones y adquisiciones de los últimos tiempos, así como a los movimientos accionariales intercompañías.

## **REFERENCIAS**

La valuación de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere conocimientos técnicos, en donde no se debe perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valuación de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valuación? (Fernández, 2008).

Se puede definir de forma general la valuación de una empresa como “el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada” (Sanjuarjo y Reinoso, 2003).

De ahí que al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de valores razonables dentro de los cuales estará incluido el valor definitivo. En consecuencia, una valuación es una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que ésta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado.

Una valuación sirve para muy distintos propósitos; a continuación se presenta una breve descripción de los más importantes (Fernández, 2002):

- a) En operaciones de compra-venta:
  1. Para el comprador, la valuación le indica el precio máximo a pagar.

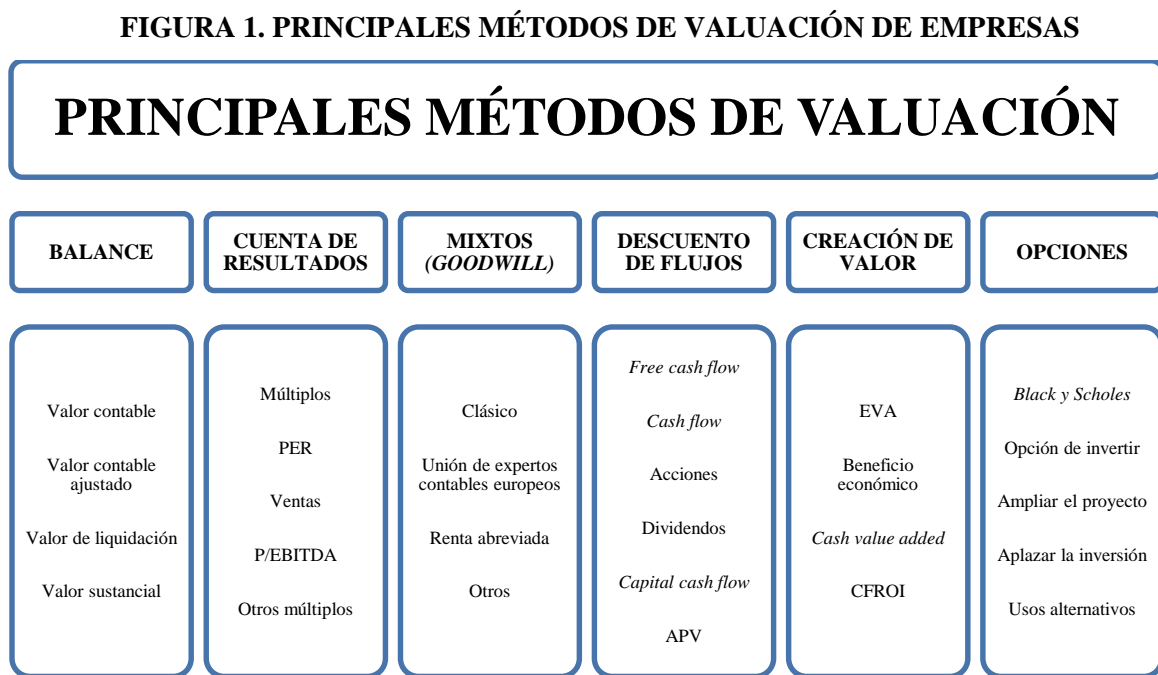
2. Para el vendedor, la valuación le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.
- b) Valuaciones de empresas cotizadas en bolsa:
1. La valuación sirve para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir vender, comprar o mantener las acciones.
  2. La valuación de varias empresas sirve para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquellos que le parecen más infravalorados por el mercado.
  3. La valuación de varias empresas también sirve para establecer comparaciones entre ellas.
- c) Salidas a bolsa:
1. La valuación es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
- d) Herencias y testamentos:
1. La valuación sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.
- e) Sistemas de remuneración basados en creación de valor:
1. La valuación de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.
- f) Identificación de los impulsores de valor (*value drivers*):
1. El proceso de valuación de una empresa o una unidad de negocio es esencial para identificar y jerarquizar los principales *value drivers*.
  2. La valuación permite identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.
- g) Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:
1. La valuación de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.
- h) Planificación estratégica:
1. La valuación de la empresa y de las distintas unidades de negocio es fundamental para decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes, mantener, potenciar o abandonar.

2. La valuación permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.

Por otro lado, la clasificación general de los métodos de valoración los identifica como (Sanjuajo y Reinoso, 2003):

1. **Simples.** Consideran bien el presente o bien el futuro del negocio. A su vez se dividen en:
  2. **Estáticos.** Valoran la situación actual de la empresa.
  3. **Dinámicos.** Se basan en los posibles rendimientos futuros de la misma.
  4. **Compuestos o mixtos.** Se trata de métodos que combinan presente y futuro del negocio.

Los métodos de valuación se pueden clasificar en seis grupos (Fernández, 2002):



**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de Fernández, Pablo (2002). Valoración de empresas. Barcelona: 2002, p. 23.

Ahora bien, de los grupos anteriores la presente investigación se centra en los métodos de creación de valor, los cuales se describen a continuación.

La medición de la creación de valor de una empresa para sus accionistas, consiste en una serie de parámetros, los cuales incluyen:

1. **EVA (*Economic Value Added*)**, que es el beneficio antes de intereses menos el valor contable de la empresa multiplicado por el costo promedio de los recursos; dicho en otras palabras es el producto obtenido por la diferencia entre la rentabilidad de los activos y el costo de financiación o de capital requerido para poseer dichos activos (Acuña, 2001).
2. **BE (*Beneficio Económico*)**, que es el beneficio contable menor el valor contable de las acciones multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones.
3. **MVA (*Market Value Added*)**, pretende medir la creación de valor de una empresa, entendiendo como tal la diferencia entre el valor de mercado de las acciones de la empresa y el valor contable de las mismas (o inversión inicial).
4. **CVA (*Cash Value Added*)**, que es el beneficio antes de intereses más la amortización menos la amortización económica menos el costo de los recursos utilizados.
5. **CFROI (*Cash Flow Return on Investment*)**, es la rentabilidad interna de la inversión sin tener en cuenta la inflación.
6. **TSR (*Total Shareholder Return*)**, es la rentabilidad del accionista, que se compone de los dividendos que recibe y de la apreciación de las acciones.

#### **Beneficio Económico & Market Value Added**

El MVA pretende medir la creación de valor de una empresa, y es la diferencia entre el valor de las acciones de la empresa (o valor de mercado de la nueva inversión) y el valor contable de las acciones (o inversión inicial).

Denominaremos  $Evc_0$  al valor contable de las acciones y  $E_0$  al valor de mercado de las acciones en  $t = 0$ . Por lo tanto:

$$MVE = \text{Valor (precio) de las acciones} - \text{Valor contable de las acciones}$$

Es decir:

$$MVA_0 = E_0 - Evc_0 \quad (1)$$

Se denomina BE al beneficio contable menos el valor contable de las acciones menos el valor contable de las acciones ( $Evc_{t-1}$ ) multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones ( $Ke$ ).

$$BE = \text{Beneficio} - \text{Valor contable de las acciones}(\text{Costo de las acciones})$$

Es decir:

$$BE_t = BFO_t - Evc_{t-1}Ke \quad (2)$$

La relación entre MVA y BE viene dada por:

$$MVA_0 = E_0 - Evc_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{BE_t}{(1+Ke)^t} \quad (3)$$

Como  $ROE = BFO_t/Evc_{t-1}$  también podemos expresar el beneficio económico a partir de la ecuación (5.49) como:

$$BE_t = (ROE - Ke)Evc_{t-1} \quad (4)$$

#### ***Economic Value Added & Market Value Added***

La diferencia  $[(E_0 + D_0) - (Evc_0 + D_0)]$  se denomina también MVA y es idéntica (si el valor de mercado de la deuda coincide con su valor contable) a la diferencia  $E_0 - Evc_0$ .

Se denomina EVA a:

$$EVA = \text{Beneficio antes de intereses, después de impuestos} \\ - \text{Valor contable de los recursos}(\text{Costo promedio del pasivo})$$

Es decir:

$$EVA_t = NOPAT_t - (D_{t-1} + Evc_{t-1})WACC \quad (5)$$

El EVA no es más que el *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) menos el valor contable de la empresa ( $D_{t-1} + Evc_{t-1}$ ) multiplicado por el costo promedio de los recursos, en este caso el

*Weighted Average Cost of Capital* (WACC) o también conocido como Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP). El NOPAT es el beneficio de la empresa sin apalancar (sin deuda). A veces se denomina BAIDT (Beneficio antes de intereses después de impuestos).

La relación entre MVA y EVA viene dada por:

$$MVA_0 = (E_0 + D_0) - (D_0 + Evc_0) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \quad (6)$$

Como  $ROA = NOPAT_t / (D_{t-1} + Evc_0)$  podemos también expresar el EVA de la siguiente forma:

$$EVA_t = (D_{t-1} + Evc_{t-1})(ROA - WACC) \quad (7)$$

Así. El EVA no es más que la diferencia entre el ROA y el WACC multiplicada por el valor contable de los recursos (deuda y acciones) de la empresa.

#### ***Cash Value Added & Market Value Added***

El CVA es el NOPAT más la amortización contable (AM) menos la amortización económica (AE) menos el costo de los recursos utilizados (inversión inicial multiplicada por el WACC).

La definición de CVA es:

$$CVA = \text{Beneficio antes de intereses} + \text{Amortización contable} - \text{Amortización económica} \\ - (\text{Inversión inicial} \times \text{Costo de capital promedio ponderado})$$

Es decir:

$$CVA_t = NOPAT_t + AM_t - AE - (D_0 + Evc_0)WACC \quad (8)$$

AE es la anualidad que capitalizada al WACC acumulará el valor de los activos al final de la vida útil de los mismos. La amortización económica de unos activos fijos (AF) que se amortizan en T años es:

$$AE = \frac{(AF)(WACC)}{(1+WACC)^T - 1} \quad (9)$$

La relación entre MVA y EVA viene dada por:

$$MVA_0 = (E_0 + D_0) - (D_0 + EvC_0) = \sum_{t=1}^T \frac{CVA_t}{(1+WACC)^t} \quad (10)$$

### **Cash Flow Return on Investment**

El CFROI trata de medir la verdadera rentabilidad generada por las inversiones de una empresa. El CFROI no es más que la Tasa Interna de Retorno (TIR) de los flujos ajustados por inflación asociados con la inversión. Para calcularlo, se deben calcular en primer lugar los flujos: la inversión inicial en el año cero y los FCF (*Free Cash Flow*) ajustados por inflación generados por el proyecto.

Para el caso de una empresa en funcionamiento, el Boston Consulting Group (BCG) propone:

#### *Inversión inicial*

$$\begin{aligned} &= \text{Valor contable} + \text{Amortización acumulada} + \text{Ajuste por inflación} \\ &+ \text{Capitalización de leasing operativo} - \text{Financiación espontánea} \\ &- \text{Goodwill}^2 \end{aligned}$$

#### *Free cash flow*

$$\begin{aligned} &= \text{Beneficio} + \text{Amortización} + \text{Intereses después de impuestos} \\ &+ \text{Pagos de leasing operativo} + \text{Ajustes por inflación de las NOF} \end{aligned}$$

### **Total Shareholder Return**

Es la rentabilidad del accionista, que se compone de los dividendos que recibe y de la apreciación de las acciones.

De tal forma, si recapitulamos lo tratado en las líneas anteriores, tenemos que las opciones reales representan una herramienta para valorar la flexibilidad de las decisiones que impliquen desembolsos de efectivo, producto de las decisiones de los directivos de las empresas; elecciones que impactarán

---

<sup>2</sup> El *goodwill* también conocido como fondo de comercio es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. El fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero en cambio aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector (calidad de la cartera de clientes, liderazgo sectorial, maras, alianzas estratégicas, etcétera) y es por tanto un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta.



en la estructura de capital y en la rentabilidad de los acciones, por lo cual es importante a la vez medir la creación de valor para los socios o accionistas.

### **RESULTADOS**

Se trabajó con las empresas mexicanas multinacionales que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) que respondieran a los siguientes criterios:

<b>TIPO DE EMISORA</b>	Acciones
<b>SECTOR</b>	Productos de consumo frecuente
<b>SUBSECTOR</b>	Alimentos, bebidas y tabaco
<b>RAMO</b>	Alimentos

Con base en lo anterior, las empresas que cumplen con estos criterios son:

<b>AGRIEXP</b>	Agro Industrial Exportadora, S.A. de C.V.
<b>BACHOCO</b>	Industrias Bachoco, S.A.B. de C.V.
<b>BAFAR</b>	Grupo Bafar, S.A.B. de C.V.
<b>BIMBO</b>	Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.
<b>GMACMA</b>	Grupo Mac Ma, S.A.B. de C.V.
<b>GRUMA</b>	Gruma, S.A.B. de C.V.
<b>HERDEZ</b>	Grupo Herdez, S.A.B. de C.V.
<b>MASECA</b>	Grupo Industrial Maseca, S.A.B. de C.V.
<b>MINSA</b>	Grupo Minsa, S.A.B. de C.V.
<b>SAVIA</b>	Savia, S.A. de C.V.

Sin embargo, por la disponibilidad de la información se excluyeron AGRIEXP y SAVIA. A continuación se presentan los cálculos de los indicadores de creación de valor; para fines ejemplificativos se presenta únicamente el cálculo individual de GRUMA y el resultado global del conjunto de empresas.

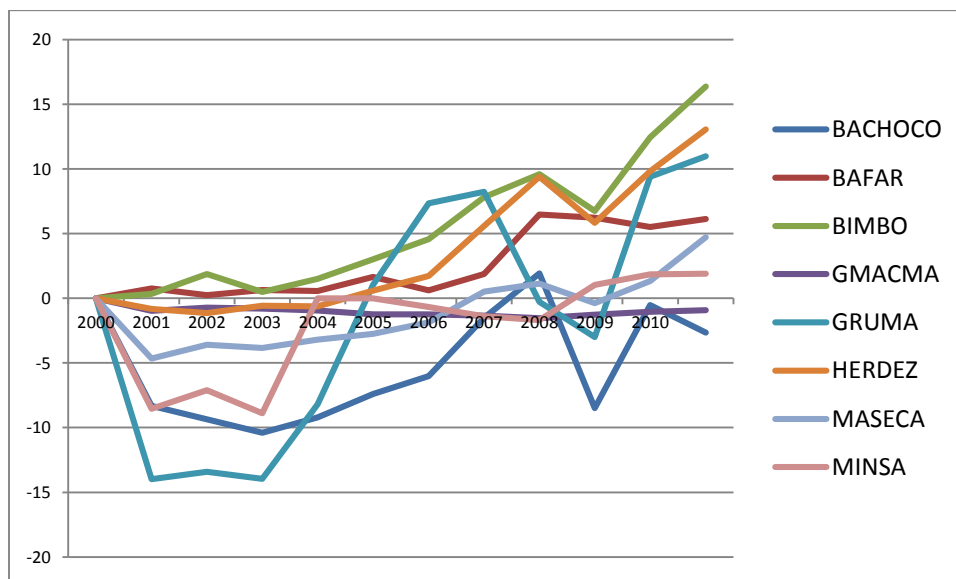
**TABLA 1. CÁLCULO DEL MARKET VALUE ADDED DE GRUMA, S.A.B. DE C.V.**

GRUMA			
AÑO	VALOR DE LAS ACCIONES*	VALOR CONTABLE DE LAS ACCIONES**	MVA
2000	6.1372	20.1285	-13.9913
2001	6.6907	20.1072	-13.4165
2002	8.2209	22.1818	-13.9609
2003	13.2923	21.4888	-8.1965
2004	23.8528	22.8185	1.0343
2005	32.2526	24.9095	7.3431
2006	37.8337	29.6107	8.2231
2007	35.6740	35.9445	-0.2705
2008	6.9963	10.0049	-3.0086
2009	23.0579	13.6635	9.3944
2010	23.2100	12.2350	10.9750

\* Precio de cierre de las acciones ajustado por variaciones de capital en moneda original.  
 \*\* Valor en libros de la acción en moneda original ajustado por variaciones de capital.

**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de la base de datos Económica.

**GRÁFICA 1. CÁLCULO DEL MARKET VALUE ADDED DE LAS EMPRESAS MUESTRA DE ESTUDIO**



**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de la base de datos Económica.

Mediante este indicador, el objetivo era medir la creación de valor de la empresa a través de la comparación del valor de mercado y el valor contable (o en libros) de sus acciones. Como se puede observar en la gráfica 1, GMACMA es la única empresa que presenta un MVA negativo en todo el periodo de estudio, seguida de BACHOCO, lo que conlleva a señalar que para estas empresas es mayor el valor que se tiene registrado al que estarían dispuesto a comprar los inversionistas; para el caso de GRUMA, HERDEZ, MASECA y MINSA, se aprecian variaciones tanto positivas como negativas; y solamente BAFAR y BIMBO son las empresas que crearon valor para la empresa, pues las expectativas del mercado fueron tan altas para llevar a cabo alguna inversión en las mismas, que su MVA fue positivo y superior al valor contable de las acciones.

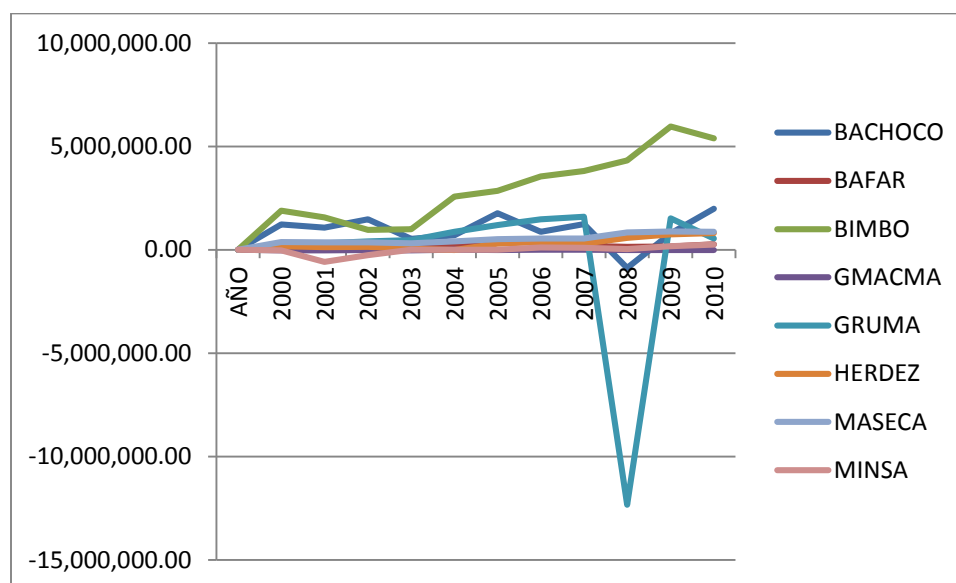
**TABLA 2. CÁLCULO DEL BENEFICIO ECONÓMICO DE GRUMA, S.A.B. DE C.V.**

<b>GRUMA</b>				
<b>AÑO</b>	<b>UTILIDAD NETA*</b>	<b>VALOR CONTABLE DE LAS ACCIONES**</b>	<b>RETORNO DE LA INVERSIÓN***</b>	<b>BE</b>
<b>2000</b>	223,966.00	20.20	-23.20	224,434.66
<b>2001</b>	314,084.00	20.13	9.00	313,902.84
<b>2002</b>	407,459.00	20.11	22.90	406,998.55
<b>2003</b>	474,130.00	22.18	61.70	472,761.38
<b>2004</b>	878,575.00	21.49	79.40	876,868.79
<b>2005</b>	1,190,500.00	22.82	35.20	1,189,696.79
<b>2006</b>	1,473,661.00	24.91	17.30	1,473,230.07
<b>2007</b>	1,602,683.00	29.61	-5.70	1,602,851.78
<b>2008</b>	-12,339,758.00	35.94	-80.40	-12,336,868.06
<b>2009</b>	1,528,920.00	10.00	229.60	1,526,622.86
<b>2010</b>	541,905.00	13.66	0.70	541,895.44

\* Utilidad neta en moneda original en miles.  
 \*\* Valor en libros de la acción en moneda original ajustado por variaciones de capital. Se utiliza el valor contable de las acciones al principio del periodo, que es el del final del periodo anterior.  
 \*\*\* Retorno de la inversión al cierre del año en moneda original.

**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de la base de datos Económica.

**GRÁFICA 2. CÁLCULO DEL BENEFICIO ECONÓMICO DE LAS EMPRESAS MUESTRA DE ESTUDIO**



**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de la base de datos Económica.

Mediante este indicador, el objetivo es determinar el resultado de la empresa, el cual puede ser positivo o negativo, por lo que se está hablando en el primer caso de un beneficio obtenido y en el segundo de una pérdida generada. Es importante no perder de vista que esta ganancia o pérdida resultará de las actividades específicas que constituyen el objeto principal de la empresa, aunque también hay que contemplar el derivado de actividades que se realizan de manera ocasional o esporádica, por lo que se catalogan como irregulares.

Como se puede apreciar en la gráfica 2, la totalidad de las empresas obtuvieron un resultado positivo, a excepción de GMACMA la cual tiene pérdidas a lo largo de 9 de los 10 años estudiados. De tal forma, que partiendo del beneficio económico, se están generando utilidades para la empresa.

**TABLA 3. CÁLCULO DEL ECONOMIC VALUE ADDED DE GRUMA, S.A.B. DE C.V.**

<b>GRUMA</b>					
<b>AÑO</b>	<b>UTILIDAD ANTES DE INTERESES DESPUÉS DE IMPUESTOS*</b>	<b>DIVIDENDO**</b>	<b>VALOR CONTABLE DE LAS ACCIONES***</b>	<b>RETORNO DE LA INVERSIÓN****</b>	<b>EVA</b>
<b>2000</b>	-	0.00	20.20	-23.20	N/D
<b>2001</b>	-	0.00	20.13	9.00	N/D
<b>2002</b>	-	0.00	20.11	22.90	N/D

<b>2003</b>	-	0.00	22.18	61.70	N/D
<b>2004</b>	-	0.65	21.49	79.40	N/D
<b>2005</b>	-	0.70	22.82	35.20	N/D
<b>2006</b>	2,173,199,598.00	0.80	24.91	17.30	2,173,199,153.23
<b>2007</b>	3,355,321,000.00	0.85	29.61	-5.70	3,355,321,173.62
<b>2008</b>	3,520,307,000.00	0.85	35.94	-80.40	3,520,309,958.24
<b>2009</b>	4,764,879,000.00	0.00	10.00	229.60	4,764,876,702.86
<b>2010</b>	2,920,642,000.00	0.00	13.66	0.70	2,920,641,990.44

\* Utilidad antes de intereses después de impuestos en moneda original en miles.

\*\* Dividendo por acción en moneda original. Se utiliza el valor del dividendo al principio del periodo, que es el del final del periodo anterior.

\*\*\* Valor en libros de la acción en moneda original ajustado por variaciones de capital.

Se utiliza el valor contable de las acciones al principio del periodo, que es el del final del periodo anterior.

\*\*\* Retorno de la inversión al cierre del año en moneda original.

N/D Valor no determinado debido a que no se dispone de la información necesaria para ello.

**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de la base de datos Económica.

Mediante este indicador, el objetivo era medir el resultado obtenido (positivo o negativo) una vez que se han cubierto todos los gastos de la empresa (operativos, costo de oportunidad del capital e impuestos) y se ha satisfecho la rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas.

Es importante señalar, el hecho de que para algunas empresas no fue posible calcular el EVA ya que no se contaba con la información necesaria para ello. De los resultados obtenidos se aprecia que para las empresas este indicador fue positivo, corroborando así que se están generando utilidades y hay flujo de efectivo.

**TABLA 4. CÁLCULO DEL CASH VALUE ADDED DE GRUMA, S.A.B. DE C.V.**

<b>GRUMA</b>						
<b>AÑO</b>	<b>UTILIDAD ANTES DE INTERESES DESPUÉS DE IMPUESTOS*</b>	<b>DEPRECIACIÓN**</b>	<b>DIVIDENDO***</b>	<b>VALOR CONTABLE DE LAS ACCIONES****</b>	<b>RETORNO DE LA INVERSIÓN*****</b>	<b>CVA</b>
<b>2000</b>	-	-	0.00	20.13	-23.20	N/D
<b>2001</b>	-	-	0.00	20.11	9.00	N/D
<b>2002</b>	-	-	0.00	22.18	22.90	N/D
<b>2003</b>	-	-	0.65	21.49	61.70	N/D
<b>2004</b>	-	-	0.70	22.82	79.40	N/D
<b>2005</b>	-	1,045,774.00	0.80	24.91	35.20	N/D

<b>2006</b>	2,173,199,598.00	1,137,370.00	0.85	29.61	17.30	2,174,336,441.04
<b>2007</b>	3,355,321,000.00	1,103,636.00	0.85	35.94	-5.70	3,356,424,845.73
<b>2008</b>	3,520,307,000.00	1,340,951.00	0.00	10.00	-80.40	3,521,648,755.40
<b>2009</b>	4,764,879,000.00	1,569,912.00	0.00	13.66	229.60	4,766,445,774.85
<b>2010</b>	2,920,642,000.00	1,438,180.00	0.00	12.23	0.70	2,922,080,171.44

\* Utilidad antes de intereses después de impuestos en moneda original en miles.

\*\* Depreciación en moneda original en miles.

\*\*\* Dividendo por acción en moneda original.

\*\*\*\* Valor en libros de la acción en moneda original ajustado por variaciones de capital.

\*\*\*\*\* Retorno de la inversión al cierre del año en moneda original.

N/D Valor no determinado debido a que no se dispone de la información necesaria para ello.

**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de la base de datos Económica.

Mediante este indicador, el objetivo era medir la cantidad de efectivo generado por una empresa a través de sus operaciones. Esta medida ayuda a dar a los inversionistas una idea de la capacidad de una empresa para generar efectivo de un periodo a otro.

De los resultados obtenidos, el CVA fue positivo para la mayoría de las empresas, demostrando así que se está generando efectivo de un periodo a otro, producto tanto de las operaciones como de las inversiones que se están implementando.

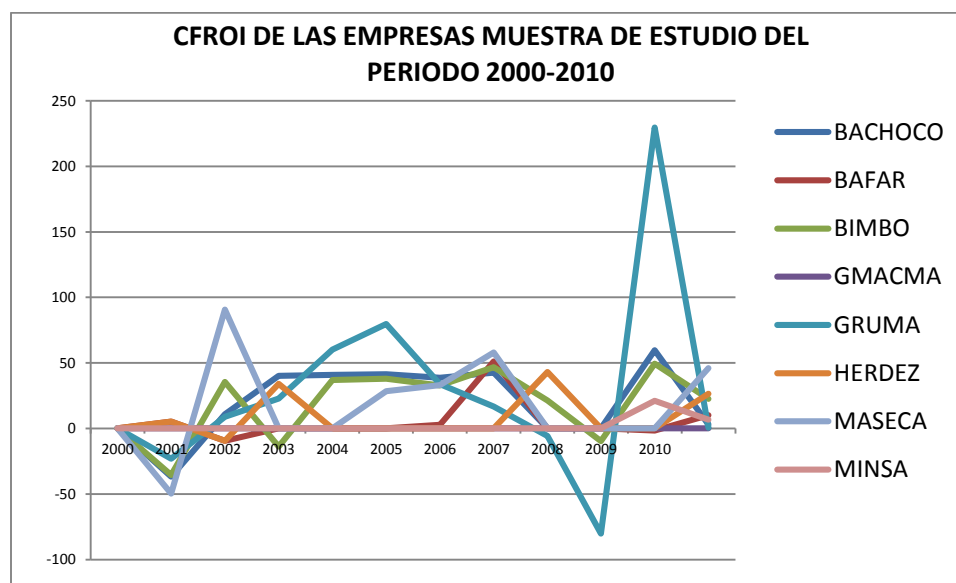
**TABLA 5. CÁLCULO DEL CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT DE LAS EMPRESAS MUESTRA DE ESTUDIO**

	<b>BACHOCO</b>	<b>BAFAR</b>	<b>BIMBO</b>	<b>GMACMA</b>	<b>GRUMA</b>	<b>HERDEZ</b>	<b>MASECA</b>	<b>MINSA</b>
<b>AÑO</b>	<b>CFROI</b>	<b>CFROI</b>	<b>CFROI</b>	<b>CFROI</b>	<b>CFROI</b>	<b>CFROI</b>	<b>CFROI</b>	<b>CFROI</b>
<b>2000</b>	-36.70	5.30	-35.60	N/D	-23.20	5.30	-49.70	N/D
<b>2001</b>	10.90	-9.40	35.60	N/D	9.00	-9.50	90.80	N/D
<b>2002</b>	40.10	N/D	-13.90	N/D	22.90	34.00	N/D	N/D
<b>2003</b>	40.80	N/D	37.00	N/D	60.20	N/D	N/D	N/D
<b>2004</b>	41.30	N/D	37.90	N/D	79.80	N/D	28.40	N/D
<b>2005</b>	38.70	2.70	32.80	N/D	33.90	N/D	33.00	N/D
<b>2006</b>	42.50	51.20	46.70	N/D	16.80	N/D	58.00	N/D
<b>2007</b>	N/D	N/D	21.30	N/D	-5.70	43.00	N/D	N/D
<b>2008</b>	N/D	N/D	-9.70	N/D	-80.30	N/D	N/D	N/D
<b>2009</b>	59.80	-1.50	49.50	N/D	229.60	N/D	N/D	21.00
<b>2010</b>	3.10	10.10	22.50	N/D	0.70	26.50	46.00	6.70

N/D Valor no determinado debido a que no se dispone de la información necesaria para ello.

**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de la base de datos Económica.

### GRÁFICA 3. CÁLCULO DEL CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT DE LAS EMPRESAS MUESTRA DE ESTUDIO



**FUENTE:** Elaboración propia con información obtenida de la base de datos Económica.

Mediante este indicador, el objetivo era medir la verdadera rentabilidad generada por las inversiones realizadas en las empresas. Como se puede observar en la gráfica 3, la mayoría de las empresas (a excepción de MINSА y GMACMA) presentan en alguno de los años objeto de estudio un CFROI negativo, con lo cual se está indicando que la inversión efectuada fue mayor a los flujos de efectivo generados; sin embargo, resulta importante resaltar que durante el periodo de estudio en general el CFROI siempre fue positivo, mostrando así que realmente fueron rentables las inversiones efectuadas en las distintas formas de internacionalización por las cuales optó cada una de las empresas.

### CONCLUSIONES

Después de haber efectuado la presente investigación, se concluye lo siguiente:

1. El mercado mexicano presenta una menor madurez en términos financieros con respecto a los mercados desarrollados, por lo que el uso de las técnicas tradicionales de valuación es limitado y la información del mercado de valores es escasa y poco confiable.
2. Por un lado, las técnicas de valuación tradicionales carecen de una guía de aplicación para las empresas públicas y por el otro, la valuación se vuelve un problema para los analistas cuando las empresas no son públicas debido a la carencia de información confiable.

## REFERENCIAS

- Acuña, G. (2001). EVA: Determinación del Valor Económico Agregado. Consultado el 09 de agosto de 2014, de <http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%208/Eva1.htm>
- Adsera, X. y Viñolas, P. (2003). *Principios de Valoración de Empresas*. España: DEUSTO.
- Chapman, F. (2011). ¿Cómo se Calcula el Valor de una Empresa?. Consultado el 02 de agosto de 2014, de [https://www.bgeneral.com/Revista/articulos/2011/2011-12/valor\\_empresa.asp](https://www.bgeneral.com/Revista/articulos/2011/2011-12/valor_empresa.asp)
- Fernández, P. (2002). *Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión 2000.
- Fernández, P. (2005). Creación de Valor para los Accionistas. Consultado el 05 de agosto de 2014, de <http://ubr.universia.net/pdfs/ubr0022005010.pdf>
- Fernández, P. (2008). Métodos de Valoración de Empresas. Consultado el 10 de agosto de 2014, de <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf?iframe=true&width=95%&height=95%>
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C. y Baptista Lucio, P. (2010). *Metodología de la Investigación*. México: McGraw Hill.
- Íñiguez Sánchez, R. y Poveda Fuentes, F. (2001). Medidas de Creación de Valor para los Accionistas: EVA & Beneficios. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 30 (107), 207-237.
- López Dumrauf, G. (2001). Medidas de Creación de Valor. Consultado el 03 de agosto de 2014, de <http://www.ucema.edu.ar/u/gl24/Slides/EVAUcema.pdf>
- López Lubián, F. J. y De Luna Butz, W. (2001). *Valoración de Empresas en la Práctica*. España: McGraw Hill.
- López Martínez, F. (2007). Valoración de Empresas: Una Introducción Práctica. Consultado el 02 de agosto de 2014, de <http://www.revistaleadership.com/articulos-colaboradores/effective-management/valoracion-de-empresas-una-int/>
- Mascareñas Pérez-Iñigo, J. M., Lamothe Fernández, P., López Lubían, F. J. y De Luna, W. (2004). *Opciones Reales y Valoración de Activos: Cómo Medir la Flexibilidad Operativa en la Empresa*. España: Pearson Educación.
- Sanjuarjo, M. y Reinoso, M. (2003). *Guía de Valoración de Empresas*. Madrid: Prentice Hall.
- Tigani, D. (s. f.). Siete Consideraciones Acerca de la Creación de Valor. Consultado el 04 de agosto de 2014, de [http://www.laqi.org/art/Siete\\_consideraciones\\_acerca\\_de\\_la\\_creacion\\_de%20valor\\_Dan.pdf](http://www.laqi.org/art/Siete_consideraciones_acerca_de_la_creacion_de%20valor_Dan.pdf)
- Vélez Pareja, I. (2000). La Creación de Valor y su Medida. Un Análisis Crítico de EVA. Consultado el 02 de agosto de 2014, de <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/ponenciaeva.pdf>