



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

# VALORACIÓN DE EMPRESAS Y RIESGO PAÍS EN ECUADOR

Galo Adolfo Farfán Pacheco



Tesis **Doctorales**

UNIVERSIDAD de ALICANTE

Unitat de Digitalització UA

Unidad de Digitalización UA

**Valoración de empresas y Riesgo País en Ecuador.**

Universitat d'Alacant  
**Galo Adolfo Farfán Pacheco**  
Universidad de Alicante

**Tesis Doctoral 2019**



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

**Departamento de Organización de Empresas Facultad de Ciencias  
Económicas y Empresariales**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS Y RIESGO PAÍS EN  
ECUADOR.**

**Tesis presentada para aspirar al grado  
de Doctor por la Universidad de Alicante**

**Galo Adolfo Farfán Pacheco**

**Programa de Doctorado: Empresa, Economía y  
Sociedad**

**Dirigida por:**

**Dr. Juan Llopis Taverner  
Dr. José Luis Gascó Gascó**

## **Dedicatoria**

A mis padres, a Gilberto y Dolores, con quienes no puede estar en el momento de su partida a la Eternidad.



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

## **Agradecimientos**

Muchos factores y personas intervienen para poder transitar por un proceso de doctorado. Además del trabajo arduo y dedicación, está la guía y sugerencias oportunas de nuestros directores de tesis. Por ello quiero dar las gracias a mis directores Dr. Juan Llopis Taverner y Dr. José Luis Gascó Gascó, por todas sus recomendaciones, por la confianza depositada y por el tiempo que generosamente me han dedicado, de lo contrario la presente tesis nunca hubiera visto la luz.

También doy las gracias a mi esposa, y a mis queridos hijos, por su total apoyo y comprensión, dado el tiempo que les he dejado de dedicar en el proceso de la investigación.

Doy las gracias a mis padres biológicos, y a quienes me criaron; a mi tía por enseñarme que nunca hay que rendirse, que para conseguir lo que se aspira en la vida hay que tener confianza en sí mismo, ser constante y perseverante, a pesar de los obstáculos y adversidades que siempre se encuentran en el camino.

Agradezco además a FUNDCREA, instituciones y profesionales de otros países que siempre estuvieron a mi lado, coordinando, ofreciendo información y sugerencias requeridas para el avance de la tesis.

¡A todos, mi incondicional agradecimiento!



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante



# INDICE

INDICE.....	VIII
INTRODUCCIÓN.....	7
CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO-REFERENCIAL.....	23
1.1. Consideraciones generales, valor y valoración de empresas .....	23
1.1.2. El Diagnóstico Financiero .....	32
1.1.3. Papel de la información en la Valoración de Empresas .....	36
1.1.4. Interrelaciones entre El Gobierno Corporativo y La Valoración de Empresas .....	38
1.1.4.1. Finalidades para valorar una empresa.....	41
1.1.5. Modelos de valoración de empresas .....	49
1.1.6. Ventajas e inconvenientes de los diferentes modelos de valoración de empresas.....	60
1.2. APLICACIÓN DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS EN MERCADOS EMERGENTES.....	66
1.2.1. Flujos de Caja Descontados (DCF) .....	67
1.2.2. Tasa de Descuento o Coste de Capital.....	79
1.2.3. La Valoración de Empresas en mercados Emergentes. Particularidades para el Ecuador.....	90
1.2.4. Horizonte temporal .....	104
1.2.5. Cálculo del valor económico o estratégico.....	111
1.3. ANÁLISIS DEL RIESGO PAÍS .....	113
1.3.1. Riesgo Comercial y Riesgo Crediticio. ....	122
1.3.2. Riesgo Político y Riesgo Financiero.....	122
1.3.3. Riesgo de Transferencia y Riesgo de Pago.....	122
1.3.4. Riesgo Económico y Riesgo de Ejecución .....	123
1.3.5. Cálculos del Riesgo País según las calificadoras de riesgos internacionales.....	123
1.3.6. Medición del Riesgo País: EMBI y EMBI+ .....	125

1.3.7. Análisis del Riesgo País para ser incluido en la Tasa de Descuento o en el Flujo de Caja de la Empresa .....	128
1.3.8. Adaptaciones del CAPM para su aplicación a Mercados Desarrollados y Emergentes .....	138
<b>CAPÍTULO II. MARCO METODOLÓGICO.....</b>	<b>161</b>
2.1. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.....	161
2.1.1. Tipo de investigación .....	164
2.1.2. Ámbito temporal de la investigación.....	165
2.1.3. Población y muestra .....	165
2.1.4. Variables identificadas .....	178
2.1.5. Selección de expertos .....	179
2.1.6. Selección de las fuentes.....	179
2.1.7. Diseño de instrumentos a aplicar.....	180
2.1.8. Procesamiento y análisis de la información .....	184
2.2. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS .....	184
2.2.1. Análisis de los resultados de la encuesta aplicada.....	206
2.2.2. Análisis e interpretación de los resultados de la entrevista a expertos.....	223
2.3. DESCRIPCIÓN DE LA APORTACIÓN METODOLÓGICA PARA LA DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO.....	235
2.3.1. Aplicación práctica del modelo de valoración de empresa (Empresa Plásticos Guayas S.A.).....	237
2.4. Caso Práctico de Valoración de Empresas. Modelo de Flujo de Caja Descontado .....	243
<b>CAPÍTULO III. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....</b>	<b>279</b>
3.1. Conclusiones Generales.....	279
3.2. Limitaciones .....	283
3.3. Recomendaciones y futuras investigaciones. ....	283
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>287</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>346</b>

ENCUESTA A ESPECIALISTAS .....	346
ENTREVISTA A EXPERTOS.....	350

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Estructura de la investigación .....	19
Figura 2: Razones Internas y Externas para realizar una valoración.....	41
Figura 3: Razones que motivan a la valoración de una empresa.....	44
Figura 4: Casos en los que se requiere valorar la empresa.....	44
Figura 5: Ecuador, Evolución del Crecimiento Económico y la Inflación.....	93
Figura 6: PIB 2010-2018 del Ecuador.....	99
Figura 7: Producto Interno Bruto vs Deuda Total.....	100
Figura 8: Inflación del Ecuador.....	101
Figura 9: Evolución del Riesgo País.....	117
Figura 10: Riesgo País, Causa y Efecto.....	119
Figura 11: Riesgo País del Ecuador.....	120
Figura 12: El modelo CAPM desarrollado.....	139
Figura 13: Esquema de la metodológico.....	162
Figura 14: Mapa Político de Ecuador.....	170
Figura 15: Justificación estudio de casos.....	182
Figura 16: Diagrama de Cluster 1.....	202
Figura 17: Diagrama de Cluster 2.....	203
Figura 18: Información sociodemográfica.....	207
Figura 19: Distribución geográfica. (porcentajes).....	208
Figura 20: Origen del capital (porcentajes).....	209
Figura 21: Pregunta1 (diagrama de barra, porcentajes).....	211

Figura 22: Pregunta 2 (diagrama de barra, porcentajes). .....	212
Figura 23: Pregunta 3 (diagrama de barra, porcentajes). .....	213
Figura 24: Pregunta 4 (diagrama de barra, porcentajes). .....	215
Figura 25: Pregunta 5 (diagrama de barra, porcentajes). .....	216
Figura 26: Pregunta 6 (diagrama de barra, porcentajes). .....	217
Figura 27: Pregunta7 (diagrama de barra, porcentajes). .....	218
Figura 28: Pregunta 8 (diagrama de barra, porcentajes). .....	220
Figura 29: Pregunta 9 (diagrama de barra, porcentajes). .....	221
Figura 30: Pregunta10 (diagrama de barra, porcentajes). .....	222
Figura 31: Organigrama Plásticos del Guayas S.A .....	247
Figura 32: Producción por toneladas de la compañía y pronósticos. ....	250
Figura 33: Principales productos de la empresa.....	252

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.Propósitos para valorar una empresa.....	47
Tabla 2: Principales modelos de valoración de empresa.....	53
Tabla 3: Flujo de Caja Libre. ....	71
Tabla 4: Modelo del Flujo de Caja del Accionista.....	72
Tabla 5: Modelo del Flujo de Caja del Accionista.....	72
Tabla 6: La inversión inicial se detalla a continuación. ....	77
Tabla 7: Estructura de Deuda_Patrimonio. ....	78
Tabla 8: Costo del préstamo del Banco Latín Medio.....	87
Tabla 9: Bonos VAC.....	88
Tabla 10: Utilidades Retenidas. ....	88

Tabla 11: Acciones Comunes.....	89
Tabla 12: Estructura de Deuda.....	89
Tabla 13: Estructura de Capital.....	89
Tabla 14: Cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC.....	90
Tabla 15: PIB Nominal por Sectores Productivos. (Expresado en millones de dólares). ...	91
Tabla 16: Principales Variables Macroeconómicas del Ecuador .....	96
Tabla 17: Flujo de Caja Libre Proyectado.....	112
Tabla 18: Treasury Yields.....	144
Tabla 19: Ejemplo práctico de cálculo de Prima de Riesgo de Mercado.....	148
Tabla 20: Ejemplo práctico del cálculo de la Beta.....	155
Tabla 21: Ejemplo práctico Beta Desapalancada.....	155
Tabla 22: Ejemplo práctico Beta Apalancada.....	158
Tabla 23: Ejemplo del cálculo del CAPM.....	158
Tabla 24: Distribución de empresas por ciudades.....	169
Tabla 25: Distribución por sectores, frecuencia y porcentajes.....	170
Tabla 26: Origen del capital.....	171
Tabla 27: Muestreo de empresas por Sector.....	172
Tabla 28: Variables de la tesis.....	178
Tabla 29: Valores coeficiente Alfa de Cronbach.....	185
Tabla 30: Estadísticos de fiabilidad.....	186
Tabla 31: Preguntas de la encuesta.....	186
Tabla 32: Estadísticos descriptivos. (Escala de Likert de 1 a 5, donde 1 es totalmente en desacuerdo y 5 es totalmente de acuerdo). .....	187
Tabla 33: Matriz de correlaciones.....	191

Tabla 34: Variables introducidas/eliminadas <sup>b</sup> .....	195
Tabla 35: Resumen del modelo <sup>b</sup> .....	195
Tabla 36: Análisis de varianza ANOVA <sup>b</sup> .....	196
Tabla 37: Coeficientes <sup>a</sup> .....	196
Tabla 38: Variables introducidas/eliminadas <sup>b</sup> .....	198
Tabla 39: Resumen del modelo <sup>b</sup> .....	198
Tabla 40: Análisis de varianza ANOVA <sup>b</sup> .....	198
Tabla 41: Coeficientes <sup>a</sup> .....	199
Tabla 42: KMO y prueba de Bartlett.....	201
Tabla 43: Matriz de componentes rotados <sup>a</sup> .....	201
Tabla 44: Información sociodemográfica.....	206
Tabla 45: Distribución geográfica (frecuencia y porcentajes).....	207
Tabla 46: Origen del capital (frecuencia y porcentajes).....	208
Tabla 47: Estadísticos descriptivos.....	209
Tabla 48: Codificación de preguntas.....	210
Tabla 49: Pregunta 1 (frecuencia y porcentajes).....	210
Tabla 50: Pregunta 2 (frecuencia y porcentajes).....	212
Tabla 51: Pregunta 3 (frecuencia y porcentajes).....	213
Tabla 52: Pregunta 4 (frecuencia y porcentajes).....	214
Tabla 53: Pregunta 5 (frecuencia y porcentajes).....	216
Tabla 54: Pregunta 6 (frecuencia y porcentajes).....	217
Tabla 55: Pregunta 7 (frecuencia y porcentajes).....	218
Tabla 56: Pregunta 8 (frecuencia y porcentajes).....	219
Tabla 57: Pregunta 9 (frecuencia y porcentajes).....	221

Tabla 58: Pregunta 10 (frecuencia y porcentajes).....	222
Tabla 59: Matriz DAFO para preguntas 1 – 2 – 4 – 8 – 9 – 11 – 12 .....	229
Tabla 60: Matriz DAFO para preguntas 3 – 7 .....	231
Tabla 61: Matriz DAFO para preguntas 5 – 6 – 10 .....	234
Tabla 62: Oferta Comercial .....	239
Tabla 63: Principales empresas del sector Plásticos en Ecuador.....	244
Tabla 64: Principales productos de la empresa. ....	252
Tabla 65: Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG), Perú, Brasil, Chile, Colombia, México, Venezuela. ....	256
Tabla 66: Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG) Ecuador, Estados Unidos, Panamá. ....	257
Tabla 67: PIB per cápita países dolarizados.....	258
Tabla 68: Crecimiento del Producto, Inflación, Balance de la cuenta corriente externa (% del PIB).....	258
Tabla 69: Análisis de sensibilidad.....	268
Tabla 70: Modelo del Flujo de Caja Descontado.....	269
Tabla 71: Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.....	270
Tabla 72: Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.....	270
Tabla 73: Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.....	271
Tabla 74: Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.....	271
Tabla 75: Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.....	272
Tabla 76: Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A. (Drivers de la Valoración e inversión).....	273
Tabla 77: Drivers de la Proyección. ....	274
Tabla 78: Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.....	274

Tabla 79: Proyección financiera-información histórica de Plásticos Guayas S.A. ....	275
Tabla 80: Proyección financiera-información histórica de Plásticos Guayas S.A. ....	275
Tabla 81: Proyección financiera-información histórica de Plásticos Guayas S.A. ....	276
Tabla 82: Proyección financiera-información histórica de Plásticos Guayas S.A. ....	276
Tabla 83: Aplicación del modelo EVA. ....	277



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante





## **RESUMEN**

La presente investigación se ubica fundamentalmente dentro del campo de la Organización de Empresas, profundizando específicamente en aquellos aspectos relativos a los procesos de valoración de empresas, sus características, métodos más apropiados y posibles aportaciones, teniendo en cuenta el contexto económico y/o empresarial del Ecuador. El objetivo general quedó circunscrito a proporcionar un marco de referencia teórico y práctico que fundamente la introducción de aportaciones metodológicas en los actuales procesos de valoración de empresas para el país.

Con respecto a la valoración de empresas, sirvieron como referentes diversos criterios fundamentados por prestigiosos autores en el tema, entre los que figuran Damodaran, Fernández, Rendón, Black y Scholes, Jaramillo, JP Morgan, Modigliani y Miller, Ribeiro, Barrios, Cano, Bustamante, Vazzano, Pereiro, Ortega-González, G., Fernández, E. M.; quienes en sentido general han elaborado, modificado o enriquecido, tanto la teoría, como la práctica de los diferentes métodos para la evaluación de las empresas.

Esta es una investigación que además de encausar la demostración de la hipótesis, planteó los principales problemas que se presentan a la hora de implantar una dirección orientada a la creación de valor y proporcionar soluciones concretas.

Ecuador tiene baja inflación, pero acumula permanentemente un diferencial respecto a EEUU, lo que significa que a lo largo de los años el país es menos competitivo con respecto a EEUU y al resto del mundo. Este es un problema para la economía productiva ecuatoriana, que comenzó desde el mismo inicio de la dolarización cuando los precios aumentaron un 130% más que en EEUU y desde el 2007 un 30% hasta la fecha. Esto constituye un resultado inevitable ya que, considerando la igualdad de condiciones, los países pequeños siempre tienen una mayor inflación, incluso aunque tengan economías abiertas; además al no tener soberanía monetaria, Ecuador no puede aplicar devaluaciones competitivas para desacelerar las importaciones.

Las conclusiones fundamentales que se obtuvieron, guardaron relación con los procesos de valoración de empresas en los mercados emergentes, específicamente de Ecuador. El reconocimiento de la existencia de diversas metodologías y métodos utilizados para estos fines, pero que, no son aplicados en su integridad, ya sea tanto por razones objetivas como subjetivas, conduce a que, en su aplicación parcial o descontextualizada, se arriben a decisiones erróneas. Resultando ésta, una brecha epistemológica en los procesos de valoración de empresas, la cual revela divergencias entre la teoría y la práctica. Se identificó la preferencia por el empleo del Método de Flujos de Caja Descontados para la valoración de empresas, así como las sugerencias que, sobre la base de este método, se realicen ajustes o adecuaciones que complementen la valoración de acuerdo a las particularidades de la empresa a valorar, sin que esto en ningún momento signifique el descarte del método tradicional.

En consecuencia con lo anterior, se introdujeron aportaciones al Método de Flujos de Caja Descontados, desarrolladas a través del estudio de caso, demostrando que para evitar encarecer tasas de descuentos, sobrevalorarlas o subestimarlas, en vez de agregar el Riesgo País, se debe agregar el diferencial de inflación entre Estados Unidos y el Ecuador, de forma tal que la valoraciones de empresas, evidencien de manera fiable sus realidades concretas en las mediciones sobre creaciones o destrucción de valor. De esta manera, la investigación proporciona una herramienta que sirve de referencia teórica y práctica para los empresarios ecuatorianos, estudiantes de dirección de empresas y para los interesados en conocer la incidencia práctica de las principales decisiones de un negocio.

**Palabras claves:** Valoración de Empresas, Riesgo País, Tasa de Descuento, Mercados Emergentes, Diferencial de Inflación, Ecuador.

Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

## SUMMARY

This research is mainly located within the field of Business Management, specifically focusing on those aspects related to business valuation processes, their characteristics, more appropriate methods and possible contributions, considering Ecuador's economic and/or business context. The overall objective was confined to provide a theoretical and practical reference that substantiates the introduction of methodological contributions to current business valuation processes for companies in Ecuador.

In regards to business valuation, different prestigious authors criteria were used as referents, including the following, Damodaran, Fernández, Rendón, Black and Scholes, Jaramillo, JP Morgan, Modigliani and Miller, Ribeiro, Barrios, Cano, Bustamante, Vazzano, Pereiro, Ortega-Gonzalez, G., Fernandez, EM; All of these authors, in a big perspective, have developed, modified or enriched the theory and the practice of the different methods for business valuation.

This is a study that in addition to the prosecution of the hypothesis, identifies the main issues encountered when implementing a financial direction focused on value creation and providing practical solutions.

Ecuador has low inflation, but permanently accumulates a differential with respect to the US, which entails that over the years, the country is less competitive with respect to the US and the rest of the world. This is a problem

for the Ecuadorian productive economy, which started from the very beginning of dollarization when prices increased

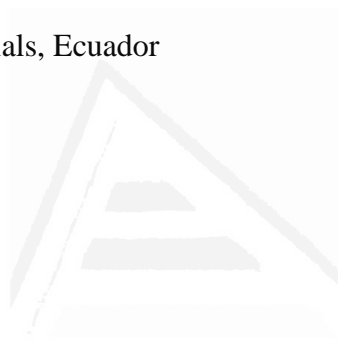
130% more than in the US and since 2007, 30% more than the US up until today. This is an inevitable result since, even if we consider same conditions, small countries always have higher inflation despite of having open economies; In addition, by not having monetary sovereignty, Ecuador cannot apply competitive devaluations to slow down imports.

The fundamental conclusions that were obtained were related to the processes of business valuations in emerging markets, specifically Ecuador. Recognizing the different methodologies and methods employed for this purpose, which are not being applied comprehensively, either because of objective or subjective motives, leads to the conclusion that its partial, deficient, decontextualized implementation arrives to the wrong decisions. As a result, there is an epistemological gap in business valuation processes, which exposes disparities between the theory and the practice. The study identified a preference for the use of the Discounted Cash Flow Method for business valuation, as well as suggestions on the basis of this method, such as to make adjustments that complement the assessment according to the particularities of the company to be assessed, without this adjustment affecting or discarding the traditional method.

Consequently, contributions to the Discounted Cash Flow Methodology were introduced, input developed through case study, showing that in order to avoid increasing overvaluing or underestimating discount rates, instead of

adding the Country Risk indicator, the inflation differential between the United States and Ecuador should be added. In this way business valuation reliably demonstrates organizations accurate reality in the measurements on creations or destruction of value. Hence, this thesis provides a theoretical and practical useful tool to use as a reference for Ecuadorian business professionals, business students and those interested in knowing the practical implication of the main decisions in an organization.

**Keywords:** Valuation of companies, Country Risk, Discount Rates, Emergent Markets, Inflation Differentials, Ecuador



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

## INTRODUCCIÓN

El estudio sobre temas de gestión empresarial en su sentido más general, tiene su génesis en la economía, ciencia que se ocupa del estudio de los recursos, la producción y creación de riqueza, así como de la distribución y consumo de bienes y servicios, para satisfacer las necesidades humanas. Es importante destacar que ya desde el siglo XIX, economistas neoclásicos como Alfred Marshall, en su obra Principios de Economía, se refirieron al concepto de generación de valor económico, mencionando el hecho de que el capital debía producir ingresos superiores a su costo de oportunidad.

El proceso evolutivo de la Gestión de Empresas ha sido caracterizado básicamente por 5 etapas que se ajustan a diferentes contextos económicos, y que han quedado agrupadas por períodos de la forma siguiente: La primera etapa de 1900 – 1929, caracterizada por tener como objetivo obtener fondos, hasta la caída de la bolsa en 1929. La segunda etapa 1929 – 1945, se produce una gran depresión económica. En esta etapa, los gestores se dedican fundamentalmente a preservar el interés de los acreedores, intentando recuperar los fondos; la segunda guerra mundial juega un papel fundamental en lo que a economía se refiere. La tercera etapa de 1945 – 1975, período en el que aparecen grandes entidades empresariales y se comienzan a optimizar las inversiones. Este período es considerado la “etapa de Oro” de las grandes corporaciones. La cuarta etapa de 1975 – 1990, su función principal fue optimizar la relación riesgo – rentabilidad y la quinta etapa de 1990 en adelante, donde se trabaja fundamentalmente en la



creación de valor, poniendo en funcionamiento nuevos esquemas de inversión y el apalancamiento financiero (Lubián, y Estévez, 2005).

La Gestión Empresarial como campo de estudio independiente comienza a desarrollarse a principios del siglo XX, desde entonces han transitado por una serie de enfoques que han orientado la perspectiva de una estructuración actual como una disciplina con autonomía y solidez con respecto a la correspondencia de muchos de sus modelos con la realidad (Ross, 2009), destacando una orientación al manejo del riesgo y la incertidumbre, enfocados a alcanzar un mayor valor agregado para la empresa y sus inversionistas.

La profundización y perfeccionamiento en estos temas es clave, tanto para la interpretación de la realidad económica, como para la toma de decisiones a nivel corporativo (Flores Ríos, Luz Stella, 2005).

Como señala García Fierro (1990) múltiples son los factores que han contribuido al desarrollo teórico de la gestión y finanzas: el capitalismo moderno que se caracteriza por la presencia de grandes monopolios con altos niveles de concentración de la producción en todo el mundo y, el predominio del capital financiero... Las fluctuaciones económicas y el desarrollo científico-técnico que han permitido que las empresas evolucionen desde una esfera descriptiva a otra donde el análisis se convierte en su esencia, teniendo como base los desarrollos microeconómicos de equilibrio de mercado, así como los métodos matemáticos y la revolución electrónica que ha facilitado la labor de comprobación empírica de muchos modelos.

La evolución de la gestión de empresas y las finanzas, ha sido tratada por varios autores entre los que se destacan García Fierro (1990), Van Horne (1993), Solomón (1964), Weston y Copeland (1996), Amat (1999), Emery y Finnerty (2000), Vernon Smith (2002), Ross (2009), Howell (2011), Fraile, Preve, y Allende (2013), Doumpos, y Zopounidis, (2014), Fernández León, De Guevara Cortés, y Marina, (2017), los que coinciden en desarrollar enfoques descriptivos, tradicionales y modernos para facilitar y explicitar la comprensión, el avance teórico y práctico de las mismas.

En cuanto al cometido de la gestión empresarial, en sus inicios se limitó esencialmente, al ejercicio relacionado con las funciones operativas propias de un área administrativa de la organización. Posteriormente, se nutre de la intervención de otras disciplinas tales como, las matemáticas, la estadística, la econometría, entre otras y se incursiona en una nueva orientación, empleando las tendencias de la teoría económica, relacionadas con los fondos y su costo, las decisiones de inversión y gastos, la liquidez y la solvencia empresarial. Se coincide con el criterio de Pascual (2017) al reconocer que el objetivo de la empresa es maximizar el valor de la compañía en el mercado, y apoyar una correcta asignación de los recursos. Todo ello contribuye a crear una estructura para la creación de valor, que a criterios del autor de esta investigación no resultan suficientes elementos para la toma de decisiones administrativas.

Actualmente la gestión de empresas se ocupa de ofrecer las herramientas que permiten realizar los análisis adecuados para poder tomar decisiones relacionadas

con el uso eficiente de todos los recursos con que cuenta la empresa y dar la mejor utilización a su dinero.

En los últimos años se han producido cambios en el entorno empresarial que han implicado importantes transformaciones y niveles de análisis en la gestión corporativa. Las relaciones entre bancos y empresas han evolucionado de manera rápida y profunda. El incremento de la liquidez ha generado más competencia entre las entidades y los directivos analizan la globalidad de sus operaciones.

El "cash management", los paquetes informáticos y la banca electrónica también se han desarrollado rápidamente, los mercados se han liberalizado, la gestión de tesorería se está centralizando cada vez más y se aprecia una mayor transparencia entre costes y precios de los servicios empresariales (Prat, Fernández, y Viladegut, 1998).

El valor de la empresa en el mundo, ha adquirido una mayor importancia como consecuencia precisamente de la ya esbozada evolución de los mercados que ha llevado a prestar una atención creciente a lo que se podría llamar: gestión de valor.

Sirven como referentes a esta tesis otras investigaciones que permiten abordar el tema desde diferentes aristas, destacándose en el caso de España la realizada por García, y Vicéns, (2000) que muestra un análisis cualitativo del Riesgo País en 55 países. En ella se cuestiona además la metodología utilizada por firmas calificadoras de crédito (Oks, y Padilla, 2000) quienes presentan los determinantes de la prima de Riesgo para Argentina, utilizan un modelo

autorregresivo de rezagos distribuidos, incorporando factores de liquidez sistemática, donde demuestra además que los niveles de rendimiento de la tasa de los bonos del tesoro norteamericano no son significativos. Así como la investigación de Erazo Blum, Lindao Jurado, y Astudillo, (2004), titulada: “Riesgo País Ecuador. Principales determinantes y su incidencia”, en la que se plantea que los factores internos son los más significativos dentro del cálculo del Riesgo-País y propone un modelo de variables cointegradas que reflejan el movimiento a largo plazo de las variables económicas. Se toman en consideración además los planteamientos de Gnecco, (2011) donde analiza la incidencia del Riesgo País en la tasa de corte, sus sugerencias de como debiera utilizarse y sus consecuencias en los resultados de la evaluación de un proyecto de inversión. Se asimilan también los criterios valorativos elaborados por Alfonso Ugarte Ruiz, Álvaro Ortiz Vidal-Abarca, Tomasa Rodrigo López y Gonzalo De Cadenas Santiago y presentados en, BBVA Research. Informe de Riesgo País. Informe Trimestral de Riesgo País – junio 2015. Unidad de Análisis Transversal de Mercados Emergentes.

En pleno siglo XXI, Ecuador, objeto de esta investigación, está catalogado dentro de los países con economía emergente, manteniendo estructuras inestables y desequilibradas, lo que resulta poco atractivo para los posibles inversionistas. Esta situación demanda la búsqueda de alternativas que constituyan paliativos para aumentar su rentabilidad y reducir el riesgo. Una de ellas la constituye la acertada identificación de las variables que integran el Riesgo-País. En la actualidad Ecuador adolece de un adecuado enfoque, ocupación gubernamental y

empresarial con respecto al tratamiento del tema, tendiente a la espontaneidad, e iniciativas surgidas puntualmente.

La Dirección de las empresas ecuatorianas debe cambiar, y además de las preocupaciones por los resultados del período reflejado en el estado de resultados, como son los márgenes de utilidad, crecimientos de las ventas y las utilidades netas, o premiar a sus ejecutivos en base a estos, debe dirigir su atención hacia aquellos aspectos que tienen relación con las perspectivas a largo plazo, las cuales no pueden desligarse del propósito de aumento del valor de la empresa. La creación de valor se promueve a través de un adecuado direccionamiento estratégico, un relevante trabajo de la gerencia y un empleo óptimo del talento humano.

### **Razón y Aportaciones**

El autor ha trabajado como consultor de negocios por más de 30 años, directivo de empresas importantes (multinacionales) en el medio ecuatoriano, y profesor universitario por más de veinte años. Todo ello fomentó la apropiación de experiencias y motivación para proporcionar herramientas para la toma de decisiones, tal como es la Valoración de Empresas; dirigida a los empresarios ecuatorianos, profesionales y a mis ex-estudiantes de la Universidad de Guayaquil.

El tránsito por el curso del Máster en Dirección de Empresas MBA en el Instituto de Desarrollo Empresarial IDE en la ciudad de Guayaquil, en el año

2000, permitió identificar expectativas sobre gestión que aún no había cubierto, por ello, se realiza en la escuela de Post Grado en la UPC de Lima en asociación con la escuela de negocios EOI- escuela de negocios de Madrid, el Máster Europeo en Dirección Estratégica de Finanzas en el año 2006. La profundización en todos estos estudios permitió identificar tres temas que solían ser muy controvertidos y para los cuales no existía una solución única:

- La estimación de la tasa de descuento.
- El establecimiento de una política de dividendos.
- La valoración de empresas.

Los tres temas poseen una significativa importancia en el campo de la organización de empresas de modo general, y de acuerdo a los objetivos de esta investigación se decide cubrir dos de ellos que repercuten intrínsecamente en los resultados corporativos. Despejar la hipótesis relacionada con el Riesgo País y enriquecer una metodología para la valoración de una empresa.

Han transcurrido varios años de estudio y aplicaciones prácticas de herramientas sobre la temática que permiten mantener los criterios de validez y pertinencia del mismo.

La presente investigación se orienta a proponer ajustes al Método de Flujos Descontados, específicamente sobre la fórmula del CAPM, de forma tal que sea de utilidad para que los empresarios ecuatorianos pongan en práctica la valoración de sus empresas como parte de su información gerencial, atemperado a las

características concretas de la economía actual de Ecuador. Tema que ha estado en la vanguardia de la literatura empresarial durante muchos años, y que cada vez se ha ido acentuando como consecuencia de las fusiones o absorciones, y privatizaciones de empresas, de igual manera es mayor su importancia en las Bolsa de Valores y en la apertura de capitales de empresas familiares. Los profesionales de la dirección, empresarios y ejecutivos deben tener claro que una valoración de una empresa es útil en multitud de ocasiones. Por ejemplo, podemos mencionar los siguientes:

- Venta de la empresa ¿Cuánto debo pedir?
- Compra de una empresa ¿Cuánto ofrezco?
- Ampliación de capital ¿Qué valor adicional pedimos?
- Entrada de un socio ¿Qué porcentaje de la empresa es justo que tenga por el aporte que va a invertir en ella?
- Salida de un socio ¿A qué precio debemos comprar su participación?
- Sucesión generacional ¿Cómo reparto mi patrimonio equitativamente entre mis hijos?
- Remuneración de empleados en acciones ¿Cuántas acciones deberíamos darle?

Esta investigación pretende aportar una herramienta que sirva de referencia tanto teórica como práctica para los empresarios ecuatorianos, profesionales de la dirección, estudiantes de ciencias empresariales y para los interesados en conocer la incidencia práctica de las principales decisiones de un negocio. Se relaciona fundamentalmente con los métodos de valoración del mismo, ya que contarán con una metodología de valoración de empresas ajustada a las particularidades del país, caracterizado por presentar una economía emergente. Ajustes que además

les ayudarán a mejorar sus decisiones y performance en la dirección de las empresas.

Es una investigación que además de abordar la demostración de la hipótesis, analiza los principales problemas que se presentan a la hora de implantar una dirección empresarial orientada a la creación de valor y proporcionar soluciones concretas.

### **Justificación**

En la aplicación de la Dirección de Empresas en contextos de riesgo y en economías globalizadas como las actuales, resulta imprescindible la valoración de empresas de manera acertada, identificada ya, como una importante herramienta de toma de decisiones, planificación y gestión de los negocios.

El análisis de la incidencia del Riesgo País en la determinación de la tasa de descuento para la valoración de empresas, constituye un elemento fundamental para el funcionamiento de las economías latinoamericanas y para aquellas economías catalogadas como emergentes, como es el caso de Ecuador, pues de ella dependen sobremanera las inversiones para la estabilidad, el crecimiento y desarrollo de estos países.

El incremento de oportunidades de inversión tanto nacionales como internacionales y la necesidad de valorar la capacidad conjunta de los prestatarios de un país para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos



establecidos, hacen que las valoraciones de empresas tomando en consideración indicadores como el Riesgo País, ocupen cada vez más un mayor interés para la comunidad económica internacional.

Se aprecia además un importante desarrollo profesional que demanda información sobre la aplicación práctica de los fundamentos metodológicos de la valoración de empresas y todos sus posibles indicadores, contribuyendo a la correcta liquidez de cada país.

El análisis de diferentes investigaciones, documentos regulativos y práctica profesional ha permitido identificar una brecha epistemológica en este campo, la cual revela divergencias entre la teoría y la práctica en diferentes aspectos de estos procesos valorativos. La existencia de metodologías y métodos que para determinados países dentro de los que se encuentra Ecuador, no son aplicados en su integridad, ya sea tanto por razones objetivas como subjetivas que generan en la práctica, que rara vez sean empleados tal y como figuran en los manuales y documentos especializados, lo que conduce a que, en su aplicación parcial o descontextualizada, se arriben a decisiones erróneas. En general existen métodos teóricamente idóneos, pero por sus niveles de complejidad resultan poco aprovechados y existen otros tantos de fácil aplicación, pero que conllevan con mucha frecuencia a resultados dudosos.

En el caso específico de los países emergentes como Ecuador, los procesos de valoración de empresas y la estimación de la Tasa de Descuento adquieren una complicación adicional, según Zavatti, y Gutiérrez, (2007) debido a que las

metodologías desarrolladas para ello se basan en hipótesis que muy pocas veces se cumplen. Existen diversos modelos que adaptan la fórmula del Capital Asset Pricing Model (CAPM) para estimar la Tasa de Descuento para economías emergentes y valorar sus empresas, aunque las diferencias evidentes entre sus resultados, corrobora la vigencia de las investigaciones para encontrar la forma más adecuada.

Estos sólidos argumentos, sumados a los niveles de ocupación y tendencias de la dirección corporativa, permiten corroborar la pertinencia del tema que aborda esta investigación.

A partir de la identificación de esta situación problemática y la necesidad de contribuir a su disipación, se formula y presenta como **problema científico** de esta tesis la siguiente interrogante:

¿Cómo determinar con menor subjetividad el valor de una empresa, considerando o no la incidencia del Riesgo País en la tasa de descuento?

### **Hipótesis**

La determinación de la Tasa de Descuento utilizando el Diferencial de Inflación entre Estados Unidos y Ecuador en vez del Riesgo País, permite determinar con menor subjetividad y mayor grado de acierto los procesos de valoración de las empresas en el Ecuador.

## **Objetivo General**

Proporcionar un marco de referencia teórico y práctico que fundamente la introducción de aportaciones metodológicas en los actuales procesos de valoración de Empresas para el Ecuador.

## **Objetivos Específicos**

- Fundamentar epistemológicamente el objeto de estudio.
- Determinar el estado del arte.
- Clasificar los principales factores que influyen en la asignación de un Riesgo País, separándolos en dos grupos: factores políticos y factores financieros.
- Identificar las características y funcionamiento de un mercado emergente, sus impactos en la economía y posibles alternativas de inversión.
- Analizar las diferentes metodologías existentes para la valoración de empresas.
- Concebir aportaciones metodológicas para la optimización del proceso de valoración de las empresas en el Ecuador.
- Desarrollar un caso de estudio tomando como referencia, una importante empresa de Ecuador.
- Validar las aportaciones metodológicas de forma parcial en la práctica profesional.

## **Método utilizado**

Para demostrar la hipótesis planteada, cumplir los objetivos propuestos, resolver el problema científico identificado y llevar a cabo el desarrollo íntegro de la investigación, se decide trabajar con una metodología sustentada en los fundamentos de las ciencias económicas en su sentido más amplio, así como en

los requerimientos del paradigma constructivista, se combinan elementos metodológicos cuantitativos y cualitativos para obtener información de fuentes primarias y secundarias, abarcar aspectos directivos de carácter objetivo y otros subjetivos, todo lo cual posibilita el análisis del objeto de investigación, manifestándose en su propio proceso de desarrollo.

### **Planteamiento y Estructura**

Luego de quedar definidos aspectos cruciales de la investigación contenidos en la introducción, la tesis queda seccionada en cuatro partes, las que a su vez se estructuran en tres capítulos. La primera parte consta del primer capítulo, que contiene el marco teórico-referencial de la investigación. La segunda parte consta del capítulo que contiene el marco metodológico y las aportaciones metodológicas para la valoración de empresas en Ecuador, así como el caso de estudio de la investigación. La tercera parte consta de las conclusiones finales y recomendaciones. La cuarta parte que contiene la Bibliografía y los Anexos.

A continuación, se presenta de manera gráfica la secuencia lógica seguida en la estructuración de los capítulos.

**Figura 1:** Estructura de la investigación



**Fuente:** Elaboración Propia.

En el primer capítulo se inicia la presentación del marco teórico-referencial de la investigación, se analiza la revisión de la literatura que da sustento científico al desarrollo de la misma, estableciendo en primer término los conceptos que se consideran básicos por su relación con el objeto de estudio. Posteriormente se centra en los fundamentos y herramientas a utilizar, se realiza un diagnóstico y caracterización de los mercados emergentes, se abordan particularidades de la introducción, cálculos, medición, clasificación y gestión del riesgo, así como los beneficios al tomar en consideración su incidencia en la valoración de empresas.

Luego, se continúa profundizando en aspectos teóricos, enfocados a los fundamentos del gobierno corporativo, sus aspectos conceptuales e interrelación con la Valoración de Empresas, para culminar los fundamentos teóricos abordándose aspectos relacionados con la valoración de empresas desde la investigación teórica a la práctica, el papel de la información en la valoración de empresas, las finalidades de la evaluación, los métodos de evaluación, profundización en el método Flujos de Caja Descontados (DCF), adaptaciones y ejemplos prácticos, así como algunas problemáticas identificadas en su aplicación y propuestas de algunas soluciones.

En el segundo capítulo se presenta el marco metodológico de la investigación. Se argumentan las fases del estudio, se fundamentan los rasgos distintivos de los estudios de casos, se contextualiza la investigación, se define la población y muestra, se argumentan los principales enfoques, métodos, técnicas e instrumentos de recolección de datos. Se presenta además todo el procesamiento de la aplicación de los instrumentos y el análisis de sus resultados.

Comprende, además, la propuesta de las aportaciones metodológicas teóricas y prácticas para la valoración de empresas en el Ecuador, con sus correspondientes criterios de análisis, comparaciones y valoraciones pertinentes. Arribando a la descripción del procedimiento propuesto sobre la metodología aplicada. Se presenta un caso de estudio de una importante empresa de Ecuador, con sus constataciones teóricas y prácticas, análisis y valoración.

En el tercer capítulo se exponen las conclusiones finales de la investigación, así como las recomendaciones de la misma.

Posteriormente se encuentra la Bibliografía y todos los anexos pertinentes.



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

## **CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO-REFERENCIAL**

### **1.1. Consideraciones generales, valor y valoración de empresas**

Los aspectos relacionados con el valor desde los postulados de Adam Smith y su distinción entre “valor de uso” y “valor de cambio”, han ocupado lugares importantes dentro de la Ciencia Económica, otorgándole a los bienes económicos cualidades internas y otras externas, variando según las apreciaciones de quienes la valoran. Estas cuestiones no han recibido una atención prioritaria en el campo de la investigación empírica (Ramírez, y de Lema, 2006).

Desde la década de los años 60 se comenzó a desarrollar un enfoque normativo y analítico sobre cuestiones básicas de la administración de la empresa, sus objetivos financieros, intereses de los propietarios, los accionistas y las cotizaciones de las acciones entre otros. El desarrollo de este enfoque sustenta además la idea de que el valor se corresponde con las estimaciones sobre los beneficios a largo plazo que realizan los agentes de los mercados y que, a su vez, es compatible con el objetivo clásico de maximización de beneficios [Robichek, y Myers, (1966), Juárez Ramírez, (2016)]. Estos autores,



aun cuando distan las fechas de sus argumentos, coinciden al afirmar que la correlación entre los objetivos parciales y generales implica la actualización de flujos económicos futuros, incluyendo en la tasa de descuento un factor de riesgo.

Llegado a este punto cabe señalar que, según Lasso, (2015) es muy importante aclarar la diferencia entre Valor y Precio de una empresa; ya que, al realizar una valoración, el objetivo consiste en encontrar un valor sensato para una entidad económica. Mientras que el precio, tiene que ver con el valor de transacción que, se estima entre el comprador y el vendedor a la hora de realizar la operación de compra-venta. Para este autor una empresa tiene diferentes clases de valor:

- **Valor de Mercado:** es el producto de la multiplicación del último precio por el número de acciones en circulación, o si cotiza en Bolsa, su precio es el valor de cotización de la acción del día de hoy.
- **Valor Intrínseco:** es el valor de los flujos de caja futuros que la empresa promete.
- **Valor Realizable:** es el valor referido generalmente a determinados elementos del activo fijo o circulante de la empresa, con el fin de aumentar los flujos futuros, de modo que valga más. Según Conesa, y Meca, (2005) y Vargas Sánchez, (2014) existe un valor intrínseco para cada título el cual depende fundamentalmente del potencial de obtención de riqueza de la empresa. De acuerdo con este modo de pensar, el análisis fundamental de un determinado valor va a requerir de un detallado

estudio de los estados contables de la empresa, sus planes de expansión, sus expectativas futuras y las posibles variaciones del entorno socioeconómico que puedan afectar la marcha de la misma; por lo que el valor intrínseco se va a determinar mediante un cuidadoso análisis y previsión de la economía, del sector, y de la empresa.

Con respecto a las transacciones según Mascareñas, (1999); Ávila Perico, y Ortiz Villalobos, (2016) de estas existen al menos, dos partes, ya que para cada venta habrá un comprador y para cada compra existirá un vendedor. Las dos partes practicarán el principio de comportamiento egoísta, con el que pretenderán obtener ganancias a costa de la otra parte. Estas transacciones ocurren porque hay alguna diferencia en las expectativas acerca del comportamiento futuro del valor del activo objeto de la transacción. Produciéndose cuando el comprador espera que el valor aumente en el futuro, situación que le permitirá obtener una ganancia de capital y por su parte el vendedor considera que el valor tenderá a decrecer o que actualmente está sobrevalorado, por ello decide deshacerse del activo, realizar un beneficio, o evitar una mayor pérdida. Esta situación y sus apreciaciones conllevan a que en el momento de la transacción ambos consideren que tienen la razón. Posteriormente se llega a la definición de un precio, en primer lugar, para ello se parte de una metodología de cálculo por el valor, y a partir de ahí se desarrolla una negociación donde se toman en consideración, otros aspectos no implícitos en dichas metodologías.

Varios autores como Martínez, (2007); Moscoso Escobar, y Botero, (2013); Bohórquez Forero; Villanueva; Fourcade, Ollion, y Algan, (2015); Padilla,

(2016); Fuentes, y Pozo, (2016) se debaten sobre la relatividad del valor de las empresas, ya que independientemente de quien la valora y de las perspectivas con lo que la hace, una empresa puede tener valores diferentes, ya que no es lo mismo valorar para comprar, que valorar para vender, o en otra situación como valorar para liquidar o valorar para mantener la empresa viva a largo plazo.

Para Ribeiro Pignataro, (2011) la valoración de una empresa comprende el proceso de estimación del valor de un negocio y de las participaciones que representan derechos sobre los flujos de fondos producidos por dicho negocio. Mientras que para Patel, y Prajapati, (2018) la valoración es, parte arte y parte ciencia, ya que estima el precio que compradores y vendedores informados negociarían en condiciones de plena competencia por un negocio completo o un interés parcial de capital. Valverde Gallegos, y Villacis Molina, (2016) estiman que ambas definiciones permiten apreciar la presencia del componente subjetivo en el proceso de valoración de empresas y que el o los responsables de valorar las mismas deberían tener un amplio conocimiento no solo interno, sino también de los factores externos que afectan.

En el ámbito académico este tema también va adquiriendo un importante tratamiento, especialmente por motivos relacionados con la multiplicidad de elementos que pueden formar parte del valor de un negocio, por su importancia cuantitativa, así como la evidente dosis de subjetividad que lleva implícito cualquier acto de valoración.

Galindo Lucas, y Lucas, (2005) consideran que la Economía de la Empresa y la valoración de sus activos es un tema de trascendental importancia tanto para el ámbito empresarial como académico y lo expresan a través de tres elementos:

- El primer motivo está relacionado con su grado de dificultad. Dado por la intención de muchos trabajos que pretenden explicar razonamientos adoptados por diferentes agentes del mercado; otro aspecto lo constituye la multiplicidad de procedimientos, formulaciones, y elementos que pueden formar parte del valor de un negocio de acuerdo a las circunstancias y etapas en que se encuentre; además de las relaciones de causalidad entre variables económicas.

- El segundo motivo está relacionado con la importancia cuantitativa y la frecuencia de las operaciones en las que se requiere un proceso de valoración de empresas, derivándose el apremio de encontrar soluciones generales, aunque de carácter concreto a los problemas de valoración, fundamentalmente en ambientes globales de creaciones, fusiones, absorciones y disoluciones, entre otras.

- El tercer motivo se relaciona con el carácter incierto de las variables; estas poseen valores aleatorios, importancia relativa y discutible, todo lo que imprime indiscutibles dosis de subjetividad al acto de valoración. La presencia de estos elementos influye para que la mayoría de las estimaciones que se realizan sean controvertidas y muchas de ellas litigantes.

Para Alfaro de la Vega, y Céspedes Naveas, (2008) la valoración de la empresa constituye un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planificación estratégica, análisis de inversiones y salidas a bolsa, además permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa con respecto a la creación, transferencia y destrucción de valor.

También es empleada como referencia para evaluar y remunerar a los directivos (sistema de *stock options*). Otro aspecto a considerar sobre la valoración de empresas es que permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor. A estas premisas básicas, se adiciona fundamentalmente el papel de las valoraciones sobre el comportamiento y variabilidad de los precios en el mercado de los bienes de ventas.

Fernández, (2008) considera que la valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos, pero que tanto el sentido común, como los conocimientos técnicos, son necesarios para no perder de vista el qué, por qué, para qué y para quién se está haciendo la valoración.

Según Copeland y Koller, Murrin (citados por Castaño, 2008), “la valoración depende principalmente del conocimiento de la empresa, de su sector y del entorno económico general, de efectuar una labor prudente de proyección”. La realización de un minucioso examen y un trabajo cuidadoso enfocan a una buena proyección, así como la utilización de la metodología correcta como parte esencial del proceso de valoración.

En tal sentido ACCID (2009) citado en García, López, y Bedoya, (2014) indica que la valoración de empresas está adquiriendo una importancia creciente en el contexto empresarial actual ya que aspectos como fusiones, absorciones o

entrada de capital privado requieren de un proceso valorativo acertado para determinar el precio final de una compañía.

La valoración de las empresas no solo es necesaria para saber cuánto valen, estas se valoran además para saber si están creando valor u otros propósitos como adquisición, fusión y capitalización, entre otros. Cuando se valora una empresa es esencial identificar cuál es su estrategia, o sea, cuál es su intención en la dirección de la Compañía a largo plazo. Esta estrategia debe estar direccionada a impactar en sus inductores de valor, los cuales pueden ser según García, López, y Bedoya, (2014):

- Tipos de Clientes
- Categoría Mercado
- Producto o Servicio
- Capacidad Productiva
- Know How
- Método de Ventas
- Canal de distribución
- Tamaño
- Rentabilidad

Para estos autores las decisiones que la Empresa tome sobre estos elementos afectarán positiva o negativamente en el valor de la misma, ya que todos guardan relación con sus ingresos, gastos, capital de trabajo neto operativo (KTNO) y activos fijos, Capital Expenditures (CAPEX).

Por su parte Sequeda, (2014), apunta que la valoración de empresas depende de varias circunstancias que se deben de analizar. Entre ellas destaca, la historia financiera contable de la empresa, la metodología a utilizar, la cultura de la gerencia, así como la economía donde se desarrollan. Plantea además que la valoración de una compañía, independientemente de la metodología que utilice, constituye un hecho subjetivo y que se deberá establecer límites de acuerdo al objetivo por el cual se realice, proceso que desempeña un papel importante en las negociaciones entre las partes involucradas.

Diez Torca, y Torca, (2010) expresan que antes de entender cómo valorar una empresa, hay que aprender a diferenciar claramente entre el valor intrínseco y el valor de cada parte del activo, más si existe una caja disponible no requerida para la financiación del circulante, es decir que no es necesaria para el día a día de las operaciones. En otras palabras:

El valor de los activos de la empresa= valor del negocio + caja excedente.

El negocio ha tenido que ser financiado de alguna forma, cuyos orígenes aparecen en el pasivo de la empresa.

Entonces:

Valor del negocio – deuda neta = valor acciones. Deuda – caja excedente = deuda neta.

Este valor de las acciones es el valor que muestra la capitalización de una empresa en la bolsa, que es la parte del valor de la empresa que corresponde a los accionistas.

Natalwala, (2015) analizó desde diferentes puntos de vista diversos métodos de valoración y argumentó que los valores resultantes de cada uno de ellos también pueden diferir entre unos y otros. Al respecto sugiere que los modelos y técnicas de valoración, deberían adaptarse al mundo rápidamente cambiante, donde se necesitan modelos más precisos para ayudar a los inversores a obtener la mayor cantidad de información posible.

Según Soto-Berrocal, (2016), contar hoy en día con una valoración de la empresa señala el rumbo de la compañía, el crecimiento y la posibilidad de venderla al mercado o fusionarla con otras empresas, tal y como se realiza a nivel global por parte de multinacionales. Este autor también manifiesta que la valoración de empresas implica una fuente de información clave para los directivos y los accionistas, ya que permite tomar decisiones sensatas sobre el valor de su negocio, cerciorarse si su empresa se encuentra en crecimiento o por el contrario está destruyendo valor de mercado, analizar criterios sobre cómo mejorar el valor para diferentes eventualidades; así como la generación de mejores ventas que incrementen sus utilidades, nuevos proyectos o incluso, observar la posibilidad de vender la empresa, comprar otra o fusionarla para lograr mayor valor en la misma.



En la actualidad existen diversas circunstancias en las que es preciso valorar una empresa, para ello los expertos encargados se enfrentan a la disyuntiva de la elección del modelo valorativo a emplear, de acuerdo al caso concreto ante el que se encuentren. Varios de los modelos aplicables para la valoración de empresas se basan fundamentalmente en aspectos cuantitativos, como el valor de las acciones, valor en libros, capacidad de generar efectivo. Otros tienden a considerar más aspectos cualitativos, como el tipo de industria, la marca, la subjetividad del comprador y vendedor; aunque existe una tendencia cada vez más empleada, consistente en aplicar combinaciones de varios modelos o aplicar uno y contrastar con otro.

### **1.1.2. El Diagnóstico Financiero**

Dentro del campo de las finanzas corporativas se incluyen a las finanzas operativas, y como parte de éstas, al diagnóstico financiero. Este constituye una herramienta gerencial y analítica, clave de incuestionable importancia para evaluar la situación y el desempeño económico y financiero de una empresa, permite identificar posibles dificultades, así como aspectos débiles o vulnerables al entorno competitivo, y a la vez, aplicar las acciones adecuadas para solucionarlos. Este tipo de diagnóstico se basa en el cálculo de indicadores financieros que expresan la liquidez, solvencia, eficiencia operativa, endeudamiento, rendimiento y rentabilidad de una empresa (Rosillón, 2009).

Tomando en consideración lo expresado por Copeland, Koller, Murrin (citados por Castaño, 2008), “la valoración depende principalmente del

conocimiento de la empresa, de su sector y del entorno económico general, de efectuar una labor prudente de proyección”. La realización de un minucioso examen y un trabajo cuidadoso soportados por una fiable información inicial contribuyen a una buena proyección, que conjuntamente con la utilización de la metodología correcta, constituyen cuestiones esenciales para un idóneo proceso de valoración.

Siguiendo el orden correcto para desplegar un proceso de valoración, el consultor inicialmente debe preparar un diagnóstico económico-financiero, el cual permite adquirir un conocimiento del sector, tamaño y características de la actividad que desarrolla la empresa, la posición que ocupa en el mercado, posibilidades reales de crecimiento y autofinanciación, rentabilidad, necesidades operativas de fondos (NOF), fondos de maniobra (FM), capital intelectual y recursos humanos de la misma, entre otros aspectos. Con toda esa información que contiene pasado y presente empresarial se elabora el diagnóstico y a partir de él, se desarrolla una planificación financiera futura a largo plazo lo más acertada posible.

El diagnóstico financiero y la valoración de empresas están estrechamente relacionados, ya que con los resultados del primero se llega a conocer el estado actual de generación de valor de la misma. A partir de este conocimiento se pueden establecer estrategias que permitan realizar la valoración de la empresa, determinar su valor, y proyectar decisiones operativas y financieras.

Para desarrollar un diagnóstico financiero, se parte del análisis financiero, el cual es definido por Hernández, (2005) como una técnica de evaluación del comportamiento operativo de una empresa, facilitando el diagnóstico de la situación actual y la predicción de cualquier acontecimiento futuro; a su vez está orientado hacia la consecución de objetivos preestablecidos. Estas aseveraciones parten de tomar en consideración los fundamentos teóricos de algunos autores como Gitman, (2007), Van Horne, James y Wachowicz, (2003), Rubio (2012), Hernández, (2005), Brigham, y Houston, (2006), Pacheco, Castañeda, y Caicedo, (2002); Elizondo, y Altman, (2003) entre otros; los cuales exponen las nociones esenciales del análisis de los estados financieros de una empresa, sus objetivos, sus técnicas y los indicadores o razones financieras que permiten analizar e interpretar la información registrada en los estados financieros, mediante los cuales se logra detectar las fallas o deficiencias en el proceso gerencial. A estos fundamentos se le adiciona el criterio de Rojas Celi, (2015) quien plantea que el análisis financiero es un instrumento gerencial y analítico esencial en toda actividad empresarial, ya que determina los escenarios financieros actuales, la gestión de los recursos financieros disponibles y ayuda a pronosticar el futuro de la empresa.

Por su parte, los criterios de Nogueira-Rivera, Medina-León, Hernández-Nariño, Comas-Rodríguez, y Medina-Nogueira, (2017) reafirman los argumentos anteriores al plantear que el análisis económico-financiero, también conocido como análisis de estados financieros, análisis de balances o análisis contable, abarca un conjunto de técnicas empleadas para diagnosticar la situación específica de una empresa, y así poder tomar las decisiones apropiadas. La

utilidad o finalidad de estos análisis estará de acuerdo al objetivo que se persiga: desde el punto de vista interno, la dirección de la empresa puede tomar decisiones que subsanen los puntos débiles y a la vez reforzar los aspectos fuertes que le garanticen el logro de los objetivos trazados; mientras que, desde el punto de vista externo, resultan de utilidad para las personas y organizaciones interesadas en conocer la situación actual y perspectivas de la empresa.

Se identifican como los principales usuarios del análisis económico-financiero a: dirección de la empresa; empleados, comités de empresa y sindicatos; entidades de crédito; accionistas; proveedores; clientes; auditores; competidores; analistas financieros; inversores y potenciales compradores de la empresa, entre otros (Nogueira-Rivera, Medina-León, Hernández-Nariño, Comas-Rodríguez, y Medina- Nogueira, 2017).

Para desarrollar estos diagnósticos se deben tomar en consideración los conceptos fundamentales de la economía de la empresa, y emplear modelos de análisis para comprender las decisiones operativas y sus efectos en las empresas. Ellos deben responder al objetivo esencial de: identificar en tiempo y forma los posibles problemas económicos y financieros de la empresa, así como sus causas y fundamentalmente establecer acciones correctoras a través del diseño de estrategias factibles para su posible solución.

De acuerdo con los planteamientos de Veiga, (2010) existen cuatro principios que orientan el diagnóstico económico-financiero y estos son:

- El análisis de la totalidad, que contempla la globalidad de la empresa y de su entorno.

- La perspectiva temporal, que estudia el pasado y el presente para anticipar el futuro.

- La formulación secuencial de hipótesis que se debe contrastar.

- La síntesis de las conclusiones para extraer las relevantes.

### **1.1.3. Papel de la información en la Valoración de Empresas**

Dentro del proceso de valoración de una empresa es imprescindible que se pueda disponer de información empresarial tanto básica como complementaria, actualizada, eficaz, concisa y fiable que permita crear una imagen de la evolución económica, patrimonial y global de la empresa, ya que ésta constituye el punto de partida para cualquier análisis y evaluación posterior, a la vez que ha sido considerada por varios autores como un soporte básico dentro del proceso de toma de decisiones y valoración de empresas.

La información se puede obtener a través de diversas fuentes, como pueden ser: los estados contables, registros de inventarios de diferentes áreas, bienes, realización de actividades, proyecciones financieras y otros similares. Todas ellas constituyen garantías para poder llegar a un criterio relevante y preciso sobre el estado de la empresa en cuestión. Las necesidades informativas relacionadas con la gestión de las empresas han llevado a concebir sus Sistemas de Información de una forma diferente, se ha pasado de la pura racionalización de los flujos informativos a la construcción de sistemas que integran toda la información sobre los procesos empresariales y que posibilitan la gestión rápida y eficaz de las empresas Cadre, y Aedo, (2017).

Para Galindo Lucas, (2001) la información y sus consecuencias son a un mismo tiempo origen y destino de la valoración (input y output), elementos que por un lado viabilizan el proceso de valoración y que, por otro deben ser correctamente valorados. El primer término, ubica a la información desde el punto de vista productivo que se sumaría a los clásicos capital y trabajo, mientras que el segundo, la ubica como recurso productivo susceptible de valoración. Cuestiones que para este autor aún son objeto de los más novedosos estudios ya que no han sido resueltas de forma satisfactoria. En este sentido, el autor trata a la información vista como recurso (input) y a la vez vista como activo (output), en sus análisis también estima que, según el origen o fuente, ésta puede ser (interna o externa), y que de acuerdo al nivel de registro, puede ser (contable o extracontable) según el fenómeno a que se refiera.

Resulta muy importante poder contar con fuentes de información fiables acerca del negocio, las que permitan establecer comparaciones y formular criterios valorativos eficaces, así como cuantificar determinados escenarios referentes a la empresa, los que pueden ser tenidos en cuenta como forma de previsión. De esta manera se contribuye a evitar que emprender el proceso de cuantificación sobre la valoración de la empresa se convierta en un simple ejercicio superficial.

#### **1.1.4. Interrelaciones entre El Gobierno Corporativo y La Valoración de Empresas**

McKinsey Company, (2002) refleja el criterio de varios inversores institucionales quienes consideran que las variables relativas al gobierno corporativo son ya tan importantes como las relativas a aspectos financieros a la hora de evaluar una empresa para tomar decisiones de inversión. La puesta en marcha y sistematización adecuada de un Gobierno Corporativo (concepto que en adelante será expresado por sus siglas GC) les ayuda a mejorar el rendimiento de sus inversiones y a reducir su riesgo de cartera.

Rodríguez, (2004) en su investigación sobre el gobierno corporativo como estrategia de creación de valor afirma que los estudios econométricos disponibles hasta esa fecha confirmaban que, en términos estadísticamente significativos, las reglas o cláusulas de buen gobierno voluntariamente asumidas, podían establecer incrementos del valor de la empresa o del valor de la acción, lo que repercute directamente sobre la reducción de su coste de capital. Sus aseveraciones están fundamentadas por estudios realizados a 1.500 sociedades cotizadas en las distintas bolsas americanas, así como a una gran muestra de empresas europeas que incluye todas las compañías que forman el FTSE Eurotop 300 Index.

En este sentido, Vélez, (2007) destaca la importancia del GC visto como elemento que aporta valor agregado a las empresas que lo desarrollan. Argumenta además que aquellas empresas que trabajan con códigos de buen

gobierno, independientemente de los sectores en los que incursionen, tienden a alcanzar mejores niveles de eficiencia y transparencia, lo que trae como resultado posiciones factibles para las inversiones, a la vez que se reducirá la desconfianza de terceros a la hora de planear o ejecutar contrataciones. Este autor opina que, con las directrices de GC, se suma un importante valor agregado a las empresas en cuanto a:

1. La estructuración de estrategias.
2. La toma de decisiones de la administración gracias a los controles (internos y externos) y a la exigencia de una mayor experiencia y capacidad en los entes de administración, respectivamente.

Basado en su investigación empírica Rodríguez, (2004) demuestra que las firmas que más tienden a adoptar cambios positivos en su GC, poseen los siguientes caracteres:

1. Disponen de más oportunidades o proyecto de inversión.
2. Experimentan más necesidades de financiación externa.
3. Poseen una tasa más alta de concentración de propiedad y un coeficiente más bajo de disparidad de la propiedad.

Por su parte Durán Preciado, (2013), manifiesta que el GC se establece como una figura de vital importancia para el desarrollo de las empresas y, por consiguiente, en el desarrollo de la economía. Denota además que el sistema financiero se sostiene en gran medida por la confianza que el público coloca en



éste. Cuando se comprueba que una empresa cumple adecuadamente con los códigos de GC, esto representa para los inversionistas votos de seguridad para confiar su capital en ésta.

Este autor concluye que el GC, surge entonces como una herramienta imprescindible para la administración de los recursos, pues redundaría en un valor agregado para la compañía, de manera tal que ofrece seguridad a todos los interesados en su operación de que se va a actuar profesionalmente para desarrollar y cumplir con el objeto social trazado. Constituye también un factor generador de confianza para los demás agentes del mercado, ya que de esta forma pueden tener la seguridad de que la compañía cuenta con sistemas y procedimientos para la toma de decisiones y para el control de la gestión interna (Durán Preciado, 2013).

Por su parte Brad, Dobre, Ciobanu, y Brasoveanu, (2015) se dedican a profundizar sobre cuestiones medulares como es la correlación entre la auditoría financiera y el GC. Analizan cómo las variables del GC afectan la auditoría financiera, llegando a considerar que existe interdependencia entre las variables de auditoría financiera y los indicadores de GC. Por lo que es asunto para prestar atención y seguimiento por la relevancia que implica en los resultados de la misma.

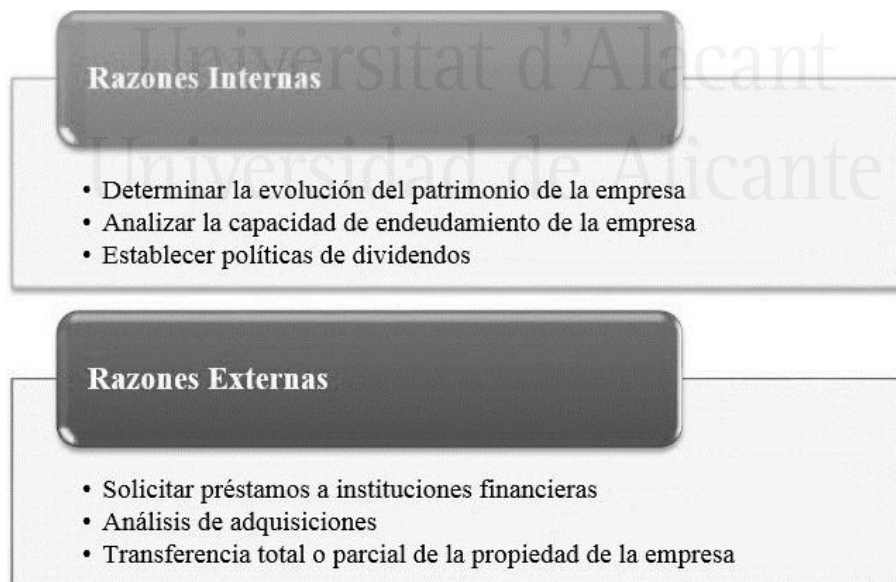
Para Molina, Córdova, Meza, y López, (2017), el desarrollo de un buen GC y la aplicación de prácticas de Responsabilidad Social Empresarial (RSE) poseen gran importancia para lograr la sostenibilidad de los beneficios económicos a

mediano y largo plazo, al igual que para mantener y fortalecer la credibilidad con los grupos de interés en las empresas y sus valoraciones.

#### 1.1.4.1. Finalidades para valorar una empresa

Las finalidades para realizar una valoración de empresas guardan relación con diferentes factores, entre ellos algunos de carácter interno, que buscan un determinado valor para los integrantes de la empresa y otros de carácter externo, con la finalidad de mostrar a agentes externos de la empresa la situación económica y el valor de la misma para el análisis de negociaciones e inversiones dentro de ésta (Cruz, y Yancey, 2014). A continuación, se presenta algunas razones para realizar la valoración de una empresa:

**Figura 2:** Razones Internas y Externas para realizar una valoración.



**Fuente:** Cruz, R., y Yancey, I. (2014).

Desde el punto de vista empresarial, uno de los objetivos es crear valor, entonces, resultaría atractivo plantearse el interrogante siguiente ¿Cómo saber si se está creando valor en la empresa? Una de las formas de saberlo, es precisamente ejecutando procesos de valoración de la misma, ellos permitirán tener la medida de toda la gestión del management. La filosofía de la creación de valor es un concepto que han adoptado los gerentes como una estrategia empresarial que ayuda a maximizar el valor de los accionistas, la cual incluye estrategias corporativas, programas estructurados de compensación a los gerentes. La generación de valor es un proceso administrativo que requiere conectar la fijación de objetivos corporativos con el empleo de recursos, con la estrategia de desarrollo, con la medición del desempeño y su remuneración.

Aumentar el valor de la empresa y, por lo tanto, la riqueza de los propietarios, es un objetivo que puede cumplirse con el logro de las siguientes metas:

- 1.- Obtener la máxima utilidad con la mínima inversión de los accionistas.
- 2.- Lograr el mínimo costo de capital.

El *Economic Value Added* (EVA) es más que una medida de actuación, por lo que debe ser parte de una cultura. Como concepto ayuda para que todos los que toman decisiones en una empresa se coloquen en una posición que permita delinear estrategias y objetivos encaminados fundamentalmente a la creación de valor. Las utilidades solas no son suficientes para los resultados de una empresa, es necesario, además, que al ser comparadas con los activos utilizados para

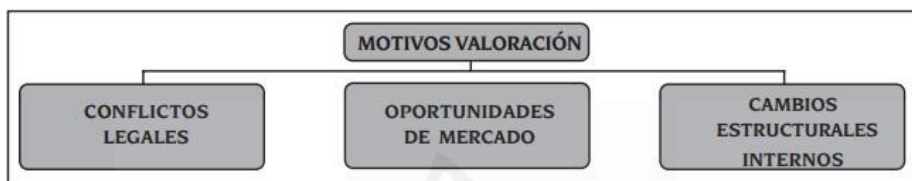
generarlas muestren una rentabilidad atractiva. También es necesario que tanto utilidades como rentabilidad estén acompañadas de altos flujos de caja libre (FCL). Este último constituye las utilidades en efectivo generadas por la empresa después de restar la inversión en capital de trabajo, en activos de largo plazo y el pago de impuestos.

El EVA es una medida absoluta de desempeño organizacional la cual posibilita estimar la creación de valor; al ser implementada en una organización contribuye a que los administradores actúen como propietarios y además permite medir la calidad de las decisiones tomadas por la gerencia.

Se puede afirmar que una compañía crea valor sólo cuando es capaz de lograr inversiones que renten más que el costo de capital invertido. El principal objetivo de la empresa debe ser considerar la maximización de valor; concibiendo este concepto como la maximización de utilidades a largo plazo, ya que maximizar utilidades a corto plazo no garantiza la permanencia de la empresa que realmente es el fin último de cualquier organización empresarial. En ocasiones las medidas tradicionales de la contabilidad no son buenas aproximaciones a la generación de valor; en ese caso resulta necesario desarrollar un proceso de depuración, así como adoptar un pensamiento orientado a crear valor e identificar los elementos claves donde se involucre a todos los empleados para que estos procesos sean verdaderamente efectivos.

Los diferentes agentes, ya sean propietarios, administradores, accionistas o expertos valuadores poseen diversas finalidades para valorar una empresa. Según García, y Álvarez, (2006) éstas se clasifican en tres grupos con respecto a los motivos que dan origen al proceso: definir conflictos legales, aprovechar oportunidades de mercado y realizar cambios estructurales en el ámbito interno:

**Figura 3:** Razones que motivan a la valoración de una empresa.



**Fuente:** Álvarez García, R. D., García Monsalve, K. I., y Borraez Álvarez, A. F. (2006).

**Figura 4:** Casos en los que se requiere valorar la empresa.

Conflictos legales	Oportunidades de mercado	Cambios estructurales internos
<ul style="list-style-type: none"> <li>Definir la participación de los beneficiarios de una herencia, testamento o sucesión</li> <li>Procesos de expropiación o nacionalización</li> <li>La distribución de los bienes de un patrimonio conyugal (divorcio).</li> <li>Liquidación o quiebra de una empresa.</li> <li>Laborales, financieros fiscales y medioambientales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Operaciones de compra-venta de empresas</li> <li>Emitir acciones o títulos de deuda</li> <li>Compra-venta de acciones</li> <li>Definir estructura del portafolio de inversiones</li> <li>Creación de grupos empresariales y unidades de negocios</li> <li>Privatizaciones</li> <li>IncurSIONES en nuevos mercados</li> <li>Operaciones de fusión, integración o capitalización.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Desarrollo de sistemas de remuneración basados en la contribución del trabajador o unidad al valor de la empresa.</li> <li>Procesos de planeación estratégica</li> <li>Identificar productos, áreas o unidades creadoras o destructoras de valor.</li> <li>Decisiones como: escisiones, crecimiento, asociaciones, absorciones.</li> <li>Políticas de dividendos</li> </ul>

**Fuente:** Álvarez García, R. D., García Monsalve, K. I., y Borraez Álvarez, A. F. (2006).

Para estos autores, en cada caso, la valoración muestra a los interesados elementos que son significativos para la posterior toma de decisiones. Tal afirmación se ejemplifica de la siguiente manera: cuando el motivo de la valoración radica en sacar partido a una oportunidad que ofrece el mercado, dicha valoración debe indicar al comprador cuál es el precio máximo que puede pagar por la compra; mientras que para la otra parte de la negociación o sea el vendedor, esta valoración apunta el precio mínimo al cual puede realizar la venta. Para ambas partes, la valoración aporta elementos determinantes relacionados con transferencias de valores que influyen en la toma de decisiones. Aunque también se debe tener en cuenta la capacidad de negociación de los dos interesados para cerrar cualquier negociación.

Dentro de los objetivos tanto financieros como físicos de cualquier negocio está presente la creación de algún tipo de valor económico o riqueza. Mediante la valoración se puede llegar a comprobar si estos objetivos se están cumpliendo y a su vez se convierte en un elemento fundamental para la toma de decisiones. Varios autores coinciden al opinar que el proceso de valoración posee un elevado componente de subjetividad condicionado por los juicios de valor que se van formulando independientemente si son suficientes o insuficientemente fundamentados, lo que conlleva a que para una misma empresa se puedan determinar múltiples valores. Al respecto Lubián, y de Luna Butz, (2001) aseveran que una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente, se sostiene sobre estimaciones razonables o correctas, tomando en consideración la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo la misma. Es por ello que, valorar es emitir una opinión que

respondería a preguntas acerca de generar valor y contienen grados de subjetividad al momento de realizar la operación (Moscoso Escobar, y Botero, (2013). Estos autores también opinan que el llamado componente subjetivo de cada valoración económica se construye a través de responder adecuadamente a las siguientes cuestiones: valorar en qué circunstancias, valorar para qué y para quién.

- **En qué circunstancias:** establecer bajo qué circunstancias (sector, tipo de negocio etc.) se desarrollará el proceso es vital, ya que ellas ejercen gran influencia de acuerdo a la parte del ciclo económico (crecimiento, auge, decrecimiento o crisis), en que se encuentren. Para desarrollar una valoración económica, se deben considerar las características del sector, del entorno nacional e internacional, de los diversos riesgos y aspectos de carácter operativo, legales y financieros. Así como los relacionados con el contexto, ya que en una economía globalizada las inversiones internacionales están cada vez más presentes en la creación de valor de una empresa, por ejemplo: posibles riesgos específicos asociados a la valoración (los riesgos del tipo de cambio y riesgos del país - políticos-, entre otros), también se debe estimar la influencia de supuestas acciones fiscales y/o limitaciones al movimiento de flujos de tesorería, así como determinar si los activos son tangibles o intangibles.

- **Para qué:** es importante determinar para qué se necesita la valoración ya que los resultados que se obtendrán, adquirirán sentido diferente si se está ante un proceso de liquidación o de venta.

- **Para quién:** tener definido con claridad para quién se realizará el proceso juega un papel importante, ya que las percepciones sobre el valor de la empresa varían de acuerdo a las diferentes posiciones que se ocupen, no se manifiestan de igual modo los acreedores que los prestamistas, un comprador que un vendedor o un accionista minoritario, entre otros.

Relacionado con los planteamientos anteriores Fernández, (2016) señalaba que los propósitos para valorar una empresa pueden ser extensos, estos pueden responder a necesidades de uso interno o externo de la o las compañías o corporaciones. Y los agrupa de la siguiente manera:

**Tabla 1.** Propósitos para valorar una empresa.

<p><b>1. Operaciones de compra – venta:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar.</li> <li>▪ Para el vendedor, la valoración indica el precio mínimo por el que debe pagar.</li> <li>▪ También le proporciona una estimación de hasta cuándo pueden estar dispuestos a pagar distintos compradores.</li> </ul>
<p><b>2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsas:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La valoración sirve para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir vender, comprar o mantener las acciones.</li> <li>▪ La valoración de varias empresas sirve para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquellos que le parecen más infravalorados por el mercado.</li> <li>▪ La valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.</li> </ul>
<p><b>3. Salida a Bolsa:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.</li> </ul>
<p><b>4. Herencias y Testamentos:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.</li> </ul>
<p><b>5. Sistemas de remuneración basados en la creación de valor:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La valoración de una empresa o unidad de negocios es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúan.</li> </ul>
<p><b>6. Identificación de los impulsores de valor (Value Drivers):</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ El proceso de valoración de una empresa o unidad de negocios es esencial para identificar y jerarquizar los principales Value Drivers.</li> </ul>



- 
- La valoración permite identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.
- 

**7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:**

- La valoración de una empresa y de sus unidades de negocios es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordenar, crecer o comprar otras empresas.
- 

**8. Planificación estratégica:**

- La valoración de la empresa y de las distintas unidades de negocio es fundamental para decidir qué productos, líneas de productos y clientes, mantener, potenciar, o abandonar.
  - La valoración permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación o destrucción de valor.
- 

**9. Procesos de arbitraje:**

- La valoración de empresas es un requisito a presentar por las partes en disputas sobre precio.
  - La valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de corte de arbitraje.
- 

**Fuente:** Fernández (2016).

Fernández, (2016) plantea que desarrollar un proceso de valoración tiene que ver fundamentalmente con el futuro, además identifica una serie de errores que se cometen con frecuencia en estos procesos, los que llega a clasificar en 7 categorías:

- 1) Errores acerca de la tasa de descuento y del riesgo de la empresa.
- 2) Errores al calcular o prever los flujos esperados.
- 3) Errores al calcular el valor terminal.
- 4) Inconsistencias y errores conceptuales.
- 5) Errores al interpretar la valoración.
- 6) Errores al interpretar la contabilidad.
- 7) Errores de organización.

El estudio de todos ellos constituye un referente importante a tener en cuenta tanto para evaluadores, empresarios y académicos como para funcionarios y políticos.

### **1.1.5. Modelos de valoración de empresas**

La valoración de empresas, ésta constituye un proceso en el que se pueden utilizar diversos modelos, los cuales van a depender del sujeto que valora y la finalidad que se persigue. En general los estudios empíricos a nivel internacional revelan divergencias entre la teoría y la práctica en diferentes aspectos de los procesos valorativos (Ramírez, y de Lema, 2006) y de los modelos idóneos para cada caso. Como respuesta al tratamiento de este tema a lo largo de la historia, ha sido constante, tanto la búsqueda de nuevos modelos de valoración, como la mejora de los modelos ya existentes. Aunque a criterios de Pascual, (2009) no se ha establecido una clara distinción entre un modelo de valoración, una variante de un modelo, y un modelo de valoración, según este autor, el planteamiento se fundamenta en que no existe un único enfoque para el tratamiento del tema. Criterio con el que se está totalmente de acuerdo, ya que los estudios y análisis realizados durante el desarrollo de esta investigación así lo confirman.

Dentro de las cuestiones importantes a tener en cuenta para estimar el valor de una empresa, está su relación con el flujo de fondos, y el funcionamiento de sus activos, entendiéndose éstos como la capacidad de generar beneficios y su actitud para generar flujos de fondos futuros, evidenciándose que, mientras mayor sean

los fondos que un activo pueda generar, mayor debería ser el valor de dicho activo. Una empresa es mucho más que una combinación de activos, en ella existen individuos que, utilizando ciertos recursos, aportan sus conocimientos y capacidades, con mira a lograr de modo coordinado y conjunto, su mayor potencial. La valuación financiera de una empresa tendrá que ver entonces con la medición del flujo de fondos que ésta genera y con la selección de la tasa de descuento apropiada, que dependerá de los plazos y riesgos asociados a dicho flujo, según Fraile, Allende, Fraile, Preve, y Allende, (2012).

Al respecto Martínez, (2007) expresa que hay diversas fórmulas para calcular el valor de una empresa, la mayoría son complejas, muchas veces cuesta entenderlas y tiempo para aplicarlas fielmente, por ello este autor presenta un método a través de una fórmula clara y sencilla de aplicar. Se estima la fórmula básica del valor de una empresa, como una inversión que debe proporcionar un beneficio y por lo que se está dispuesto a pagar un precio y que además estará en función del beneficio esperado. Quedando representado de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Beneficio neto} / \text{Rentabilidad}$$

Beneficio neto = El beneficio neto promedio anual potencialmente repartible en forma de dividendos. En tal sentido el equivalente a cash flow (beneficios operativos después de impuestos + las amortizaciones – inversiones necesarias para el mantenimiento del negocio).

Rentabilidad = Es la rentabilidad exigida a la inversión, o la rentabilidad anual media que tiene el inversor en un negocio de determinadas características para que le valga la pena el riesgo.

A modo de ejemplo y manteniendo la fórmula de este autor, se expresa lo siguiente:

Si una empresa espera invertir y obtener beneficios netos anuales repartibles como promedio en los próximos años un total de 3 millones de dólares, entonces la empresa tendrá un valor de 15 millones de dólares. Si las características particulares de la empresa y las del sector se mueven, hacen que se deba exigir para la inversión una rentabilidad no inferior al 20%.

Lógicamente como lo expresa el autor, hay que entender bien la fórmula, y en especial los dos conceptos, el de beneficio neto y el de la tasa de rentabilidad, ambos se explican en el Método de Flujo de Caja Descontado.

A modo de resumen se plantea que, en la medida que los activos utilizados en un negocio sean necesarios para obtener beneficios, no tiene importancia su valor para la evaluación de la empresa. Esta afirmación se puede ejemplificar de la siguiente manera: cuando existen empresas cuyo patrimonio vale más que su propio negocio, situación que se produce ya que obtienen beneficios modestos, pero al ser sus activos demasiado elevados, se ven obligados a cerrar o liquidar el negocio, y vender sus valiosas posesiones inmobiliarias. Una empresa de la que

no se esperan dividendos en toda su vida, aunque tuviese unos activos teóricamente muy valiosos, no valdría nada, o expresado de otra manera, su valor se limitaría al valor de liquidación.

Visto que una valoración no es una mera comprobación, y sí, un proceso profundo cuyos cálculos se efectúan una vez que se cuenta con la información imprescindible y que permite llegar a criterios valorativos de gran importancia para la empresa, su posicionamiento actual e incluso perspectivas futuras necesarias; es totalmente acertado dedicar el tiempo requerido a profundizar sobre el tema. El análisis de los distintos modelos de valoración es de incumbencia para el mundo empresarial y académico, para cualquier tipo de compañías y puede ser de gran utilidad a la hora de valorar un activo de cualquier tipo (Valor Suárez, 2015).

Por su parte Martínez, (2001) hace referencia a modelos clásicos de valoración de empresas, y los agrupa en las siguientes categorías:

- Modelos de valoración basados en el patrimonio de la empresa y en la información contable.

- Modelos basados en la capacidad de generación de rentas de la empresa.
- Modelos compuestos.
- Modelos comparativos.

Ramírez, (2007) hace referencia a tres modelos y por su parte Fernández, (2016) a, reconoce seis modelos, estos de ilustran a continuación:

**Tabla 2:** Principales modelos de valoración de empresa

<b>Balance</b>	<b>Cuenta de resultados</b>	<b>Mixtos (Goodwill)</b>	<b>Descuento de flujos</b>	<b>Creación de valor</b>	<b>Opciones</b>
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	Free cash flow	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	Dividendos	Económico	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	Capital cash flow	Cash value added	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV	CFROI	Usos alternativos

**Fuente:** Fernández (2016).

Sin embargo, Preve; Fraile; Sarria Allende, (2013), realizan una clasificación de los métodos de valoración de empresas de la siguiente manera:

1. Flujos de caja descontados
2. Valoración por múltiplos

Se toma en consideración esta clasificación ya que a criterios del autor es la más precisa para las economías de países emergentes como es el caso de Ecuador. Así también para las empresas que cotizan en bolsa. A continuación, se argumentan cada uno de estos modelos:

### 1. VALORACIÓN USANDO FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

**(FCD):** En este modelo según Maquieira, (2010) se determina el valor de cualquier activo, como el valor descontado de una serie de flujos de dinero previstos y que dicho activo generará en el futuro, los que son descontados a una tasa apropiada, en correspondencia con el riesgo asociado a dichos flujos. Se estima éste como el valor de la empresa. Frecuentemente se realiza una

proyección detallada de los flujos de dinero generados durante un período de tiempo, al que se denomina horizonte de la inversión u horizonte temporal. Este es el modelo más utilizado en la práctica profesional, y más tratado en la literatura académica. Posee numerosas variantes y modelos derivados, aunque la búsqueda de nuevas versiones es continua.

Fernández, (2016) realiza un análisis de los 10 modelos y 7 teorías que más se utilizan para la valoración de empresas a través del descuento de flujos (flujos para las acciones descontados a la rentabilidad exigida a las acciones; *free cash flow* descontado al WACC; *capital cash flows* descontados al WACC antes de impuestos; APV (*adjusted present value*); *free cash flows* ajustados al riesgo del negocio descontados a la rentabilidad exigida a los activos; *cash flows* para las acciones ajustados al riesgo del negocio descontados a la rentabilidad exigida a los activos; beneficio económico descontado a la rentabilidad exigida a las acciones; EVA descontado al WACC; *free cash flows* ajustados descontados a la tasa libre de riesgo, y *cash flows* para las acciones ajustados descontados a la tasa libre de riesgo). A criterios de este autor, estos modelos dan siempre el mismo valor, debido a que analizan la misma realidad bajo las mismas hipótesis; y la única diferencia radica en los flujos que utilizan como punto de partida para la valoración.

**2.-VALORACION POR MÚLTIPLOS:** Este modelo se emplea generalmente en aquellas empresas que se encuentran en etapas que tienen un crecimiento más o menos estable (Van Osnabrugge, y Robinson, 2000). En este, se identifica una o más empresas con algún tipo de valor de mercado perceptible que pueda utilizarse

para comparar con la que está valorando. Una de las ventajas de este modelo es posibilitar establecer similitudes entre las empresas, en términos de su valor, niveles de rentabilidad, oportunidades de crecimiento y también su riesgo de negocio entre otros. Cuando no se puede disponer de una empresa adecuada para la comparación, se puede recurrir a suponer que las características de la firma se encuentran dentro de la categoría establecida. Este modelo es muy factible para empresas establecidas en las cuales existe menos incertidumbre. No así para valoración de las empresas *start-up*. Este se utiliza para obtener un valor estimado de la empresa en el momento actual mediante la valoración de la misma como un negocio en marcha en el futuro.

Los múltiplos permiten valorar empresas de forma rápida, aunque por lo general se dificulta obtener datos de empresas que sean realmente comparables; es útil para comprobar si las valoraciones hechas con otros métodos se encuentran en línea con el mercado. Cuando otras valoraciones dan resultados muy diferentes vale la pena analizar si están justificadas. (Salas, 2019).

Valorar por múltiplos según los argumentos expresados por Fraile, Preve, y Allende, (2013) representa a grandes rasgos, tomar prestada la valoración de una o varias empresas comparables entre si y aplicarla por analogía a la empresa cuyo valor se pretende aproximar. Si se seleccionan erróneamente las empresas comparables, según lo expresado en el texto se estaría aplicando un traje que no sería a la medida de la compañía a valorar.



Unos de los múltiplos más utilizados es el PER, el que se estima como el ratio entre el precio y el beneficio por acción. Es decir, el numerador se obtiene directamente tomando el precio al que cotiza la acción en el mercado, y en el denominador se estima dividiendo el beneficio neto por el número de acciones en circulación. ¿Qué representa este ratio? El PER se entiende como el precio que está dispuesto a pagar el inversor por cada dólar de beneficios que genera la empresa. Si el precio de la acción es \$ 30 y el beneficio por acción es de \$ 6, el PER resultante es 5, nos indica que el inversor está pagando \$ 5 por cada dólar de beneficio que se genera por acción, o también podemos interpretar que se demoraría 5 años en recuperar la inversión. Fraile, Preve, y Allende, (2013).

La metodología para encontrar el rango de valor de la empresa según Casanovas, Santandreu, y Alemany, (2011), es:

- 1.-Análisis de la empresa objetivo.
- 2.-Análisis y selección de las compañías comparables.
- 3.-Cálculo y selección de los múltiplos de cotización.
- 4.-Aplicación de los resultados a la empresa objetivo.
- 5.-Selección de un rango de valoración para la empresa objetivo.

Es uno de los ratios más utilizados por los inversores debido a la facilidad para obtener estimaciones futuras de valor.

El múltiplo de las ventas, consiste en multiplicar por algún número el valor de las últimas ventas, con el objetivo de obtener su valor. Éste utiliza en algunos

sectores de manera muy usual o incluso como la única forma de valorar las empresas (Casanovas, Santandreu, y Alemany, 2011).

El múltiplo del EBITDA, definido como beneficio operativo, también se utiliza como variable para multiplicar por algún valor a la hora de calcular el valor de una empresa. Es el beneficio antes de calcular intereses, impuestos y las amortizaciones. Por lo tanto, es más un flujo de caja que un beneficio en si mismo (Casanovas, Santandreu, y Alemany, 2011).

Autores como Maquieira, y Willatt, (2006), Amran y Kulatilaca (2000), Mauboussin (1999), y Copeland, Koller y Murrin (2003), toman muy en consideración el modelo de Opciones Reales. Tanto Vivancos Bono, Aznar Bellver, López Perales, y Cayo Araya, (2018), como Amran y Kulatilaca (2000) y Mauboussin (1999) consideran que el enfoque de Opciones reales resulta apropiado para empresas cuyos mercados tienen un alto nivel de incertidumbre, mantienen algún tipo de liderazgo dentro de su sector, es decir empresas que cuenten con economías de escalas y/o alcance, etcétera y además están gestionadas por directivos que comprenden la opcionalidad y cuentan con cierta habilidad para ejercer dichas opciones, y fundamentalmente son:

- Cuando la incertidumbre es alta.
- Cuando futuras informaciones pueden afectar de forma importante el valor de la inversión.
- Cuando existen opciones que afecta a la inversión inicial.
- Cuando se tiene una gerencia capacitada para gestionar el proyecto.

En el libro de Mendiola, A., et al., (2014), Valoración de una empresa con opciones reales: El caso de una Minera Aurífera Peruana, las opciones reales son una aplicación de los principios de opciones financieras usadas para proyectos o para las valoraciones de empresas. Permiten al usuario tener una cuantificación más cercana a lo real debido a que toma en cuenta variables cambiantes a través del tiempo; y en el caso del rubro minero, existen algunos factores que suelen tener cierta flexibilidad, tales como el precio de los metales, el volumen de toneladas extraídas, la capacidad de procesamiento de la planta, entre otros. Por esta razón, la metodología de opciones reales proporciona un marco analítico que permite evaluar correctamente aquellas empresas y proyectos de inversión que involucran algún grado de flexibilidad en su fecha de iniciación, proceso productivo y eventual cierre. Hablar de opciones reales significa valorar las oportunidades estratégicas de los proyectos, es decir, las evaluaciones eficientes del análisis cuantitativo y cualitativo de la estrategia del proyecto correspondiente que desemboquen en mejores decisiones.

Luego de una síntesis explicativa de estos modelos, vale destacar que cada uno tiene sus particularidades y su empleo será más idóneo que otro de acuerdo a las características de la situación que se valore. En líneas generales, y de acuerdo con Guijarro Tarradellas; Babiloni Griñón; Canós Darós; y Santandreu Mascarell, (2017) las diferencias entre cada uno de ellos radican, en la simplicidad o dificultad de su aplicación (teniendo en cuenta la incertidumbre asociada) así como la cantidad de información que incorporan para su aplicación. Cada valorador elige el modelo que mejor se adapte a sus necesidades específicas, sopesando los inconvenientes y ventajas de cada uno para el objetivo trazado.

Ante el interrogante: ¿cuál será el mejor y más adecuado modelo para valorar una empresa? Los investigadores Becerra Vílchez, Jáuregui, y Andrés, (2018) plantean que debe conocerse y considerar el tamaño o el tipo, el sector o rubro de la empresa, y tomarse como base fundamental el valor del dinero en el tiempo, ya que es diferente el valor que tiene el dinero en el tiempo, y este está constantemente afectado por varios factores entre ellos, el costo de oportunidad de capital, la inflación y el riesgo.

Aun cuando se han presentado diferentes modelos y criterios de diversos autores sobre la aplicación más conveniente de un modelo u otro, queda claro que cada uno tiene sus particularidades que repercuten en su aplicabilidad más apropiada, en ello van a influir tanto elementos internos como externos, objetivos y subjetivos de la empresa en cuestión.

En cualquier caso, en el Manual de Valoración de Empresas de eValora Financial Advisory (2018) se sugiere que lo más adecuado es no confiar en un solo modelo de valoración y que además los resultados de al menos dos modelos, sean comparados y complementados el uno con el otro, ya que de esa forma se puede alcanzar una estimación más realista y precisa del valor de una empresa.

### **1.1.6. Ventajas e inconvenientes de los diferentes modelos de valoración de empresas**

Tomando en consideración los criterios de Galindo Lucas, y Lucas, (2005) quienes afirman que existen inconvenientes en casi todos los modelos de valoración, ya que, en la práctica, pocas veces pueden aplicarse, exactamente como aparecen descritos en los manuales o que al intentar seguir fiel sus pasos se puede llegar a decisiones equivocadas o injustas. Para este autor los modelos de valoración que se aceptan como más idóneos, desde el punto de vista teórico, resultan los más difíciles de aplicar y viceversa, debido fundamentalmente a la necesidad y el coste de hacer las estimaciones certeras. A estos argumentos se le adicionan las dificultades para concretar las estimaciones o las mediciones de hechos cualitativos.

El Modelo del Valor Contable puede resultar muy útil para tener información en un instante de tiempo sobre la situación actual de una empresa ya que es fácil de aplicar y como resultado se obtiene un valor objetivo. Mientras que puede ser no adecuado para decisiones que impliquen el futuro de la empresa, ya que no lo incorpora en sus estimaciones.

Se puede apreciar que los procedimientos de flujos de caja descontados y de capital de riesgo, se adaptan a la valoración de aquellas empresas que poseen poco o nada de flujo de ingresos, pocos activos, y elevado crecimiento en etapas tempranas, resultando éstas, las preferidas por los inversionistas ángeles y capitalistas de riesgo.

Por el contrario, el Modelo de Múltiplos y Similares, se aplica más a aquellas empresas ya establecidas y rentables, pero con pocos activos; y por su parte el modelo de activos netos se ajusta más a la valoración de las grandes empresas con una fuerte base de activos.

Para Damodaran (2016) existen dos modelos generales de valoración: el Modelo del Descuento de Flujos de Caja (*Discounted Cash Flow Model*, DCFM) y el Modelo de Opciones Reales (MOR). Este autor argumenta que el segundo surge ante la imposibilidad de valorar mediante el primero, cualquier tipo de activo, empresa o proyecto, que incorpore algún tipo de flexibilidad futura. Aunque se reconoce que el MOR ha tenido escasa aceptación en el ámbito profesional, debido probablemente a la gran cantidad de datos que necesita para sustentar el modelo y a su extremada complejidad Trahan, y Gitman, (1995); Graham, y Harvey, (2001).

De acuerdo con los objetivos de la presente investigación se considera oportuno profundizar en el Modelo de los Flujos de Caja Descontados (*DCF, Discounted Cash Flow*), por ser considerado uno de los más científicos y objetivos ya que es muy exhaustivo en cuanto a la información para estimar el valor de un negocio, por la utilidad de su aplicación de acuerdo a las características actuales de la economía de Ecuador, además por ser uno de los métodos de valoración más estandarizados. Argumentos que serán ampliados luego de ilustrar sus ventajas y desventajas.

A los argumentos plasmados en el párrafo anterior se le suman los años de desempeño profesional y experiencia del autor, los que le han permitido constatar la preferencia para aplicar este método, ya que se basa en las proyecciones de flujo de futuro de una empresa. Esto implica traer esos valores de futuros a valor presente y utilizar el valor temporal del dinero, para ello se aplica una tasa de descuento que incluya los riesgos inmersos a cada negocio. Una de las principales fortalezas de este modelo es basarse en la estrategia de negocio e identificar la clave esencial del mismo, basada en el conocimiento del pasado, el mercado actual, comparaciones con negocios similares, tasas de crecimientos de corto y largo plazo, lo que proporciona mayor fiabilidad por ser una metodología completa. De esta manera se evita tener demasiadas incertidumbres, en especial en negocios que no se han desarrollado o son de muy corta duración.

Se han realizado diversas valoraciones sobre el método de los Flujos de Caja Descontados (en adelante se utilizarán sólo sus siglas DCF); a continuación, se muestra una síntesis de este método, basada en los resultados de destacadas investigaciones en el tema, argumentos relevantes que destacan sus ventajas y desventajas según Santos-Ballardo, (2017); Adán Manzano, (2018); eValora Financial Advisory (2018) entre otros. De manera sintética se presentan a continuación:

## **Ventajas**

- El DCF es un método de valoración complejo, en el que se consideran variables fundamentales de negocio tales como: los flujos de caja, el crecimiento y el riesgo. Con hipótesis precisas un DCF resultaría en mejores estimaciones que cualquier valoración relativa. Incluso (especialmente) en el caso de empresas de reciente creación y de elevado crecimiento e incertidumbre, esta característica supone un punto a favor de esta metodología.
  
- El DCF estima el valor intrínseco del negocio en términos absolutos. Por consiguiente, la actitud de cada momento del mercado no afecta la valoración tan fuertemente como en el caso de las valoraciones relativas, consiguiendo en principio estimaciones más precisas a largo plazo.
  
- Basado en flujos de caja y en el valor actual de mercado, el DCF puede ser utilizado para calcular la tasa de descuento implicada en un negocio.
  
- El DCF proporciona herramientas para mitigar el efecto, también presente en otros métodos de valoración, de la sensibilidad a las suposiciones de crecimiento a largo plazo, permitiendo el uso de suposiciones de crecimiento de valor añadido a largo plazo iguales a cero.
  
- Utilizando la metodología del DCF, es posible llevar a cabo análisis de escenarios que permitan estudiar el impacto en el valor de la empresa de factores no sistemáticos y específicos de la compañía. Esto es sin duda, una de las herramientas de análisis más poderosas.



- La compañía se ve forzada a predecir explícitamente el perfil de sus flujos de caja, con el fin de localizar y gestionar todos los aspectos del negocio y los factores estratégicos a los que se tendrá que enfrentar en el futuro.
- Tiene en cuenta el crecimiento esperado de la empresa y el riesgo de la misma, incluyendo el riesgo de la deuda y el riesgo asumido por el accionista, todo esto teniendo en cuenta su estructura financiera.
- Utiliza como componentes de valor los flujos de caja valores que son más fiables o representativos del valor de la empresa que los utilizados por los otros métodos, en los que se basan en los datos contables, siendo estos muy manipulables, o en los dividendos repartidos por la empresa, pudiendo estos aumentar o disminuir el valor de la empresa según la política de distribución utilizada.
- Enfoque muy bien fundamentado teóricamente, donde el valor de un negocio y/o activo debe ser igual al valor presente de los futuros beneficios que puede producir el mismo.
- Enfoque de valorización directo, cuando las características específicas del negocio/activo, comprendido el monto y proyección de los flujos futuro, se agregan directamente al modelo de valorización.
- Considera la intensidad del uso de capital.
- Enfocado en los retornos de caja.

## **Desventajas**

- Debido a la sofisticación ya mencionada del método DCF, se han de realizar muchos más supuestos (en comparación con los múltiplos de valoración relativos) con el fin de obtener una valoración precisa. Esto, particularmente en el caso de compañías con beneficios negativos, sin historia o sin compañías comparables incrementa la incertidumbre. Sin embargo, la utilización de los múltiplos también requiere consideraciones implícitas de los mismos factores y puede resultar imposible su aplicación en esos casos.

- Las numerosas hipótesis que se hallan tras una valoración por DCF, la hacen difícil y obligan a que se necesite tiempo para defenderlas o discutir las con el equipo ejecutivo de la empresa o terceras partes.

- Mientras que antes comentábamos como una ventaja que el DCF estima el valor intrínseco de la empresa y así, ignora las actitudes actuales del mercado, también es verdad que al valorar una compañía teniendo presente una transacción de acciones en particular, el precio del mercado es lo que tiende a importar más. Las valoraciones relativas normalmente producen valores que se acercan más al precio del mercado que las que se realizan a través del método de flujos de caja descontados.

- Las magnitudes y la cronología de los flujos de caja, así como la tasa de descuento, están sujetos a repentinos cambios. Un pequeño error en las predicciones de los atributos de los flujos de caja y de la tasa de descuento tendría un efecto considerable en el valor resultante.

- En muchos casos, alrededor del 80% del valor se encuentra tras el período explícito proyectado y ha de ser calculado utilizando técnicas de valor residual. Como ya se explicó antes, estas técnicas normalmente resultan en aproximaciones brutas del valor, y han de ser consideradas como tal.

Después de todos los argumentos planteados y de considerar además otros criterios como los de Pereyra Terra (2008) quienes de igual modo dentro de los aspectos concluyentes de sus investigaciones afirman que el método más utilizado por los expertos para la valoración de empresas sobre todo en Latinoamérica es el DCF por considerar a la empresa como una generadora de fondos. Así como a Sequeda, (2014) quien considera que este método es el más completo para hacer una aproximación muy confiable del valor de una empresa, ya que este método toma en cuenta la historia, el momento actual y el futuro de la empresa sobre la base de la gestión de la gerencia de la compañía, con vistas a su proyección futura. Afirmaciones refrendadas por Damodaran (2016) experto reconocido en el tema de valoración de empresas, quien también estima que el método de DCF es un método de valoración conceptualmente correcto.

## **1.2. APLICACIÓN DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS EN MERCADOS EMERGENTES**

Con respecto a la aplicación de diferentes métodos en economías emergentes, varios de los autores mencionados coinciden al afirmar que existen dificultades para aplicarlos, cuestión que fundamentan con el hecho de que no existe suficiente información de los sectores, o la inexistencia de mercados

financieros maduros, situación que demarca la necesidad de proponer métodos aplicables a estos entornos.

Sobre la importancia de conocer las condiciones del entorno para proyectar la situación y evaluación de la empresa, Jaramillo Betancur, (2010) afirma que éste es indispensable y necesario para poder pronosticar con acierto la situación de la empresa a futuro mediante su valoración requerida. Apunta además determinados factores externos como los más influyentes, que puede afectar a la situación de la empresa, con los cuales el autor se identifica y se mencionan a continuación:

- Políticos (leyes y políticas de Estado).
- Financieros (Oferta y demanda, competencia, costos, riesgo país, inflación, Tratado de Libre Comercio, tasa de interés, etc.).
- Socioculturales (costumbres y comportamientos).
- Tecnológicos (avances en tecnología para el sector de la empresa).

### **1.2.1. Flujos de Caja Descontados (DCF)**

El modelo de los Flujos de Caja Descontados (DCF, *Discounted Cash Flow*) es ampliamente utilizado para estimar el valor de una empresa. Es un modelo dinámico, que toma en consideración el valor del dinero a través del tiempo y que permite evaluar el efecto concreto de muchas variables en los rendimientos y comportamientos futuros. Las valoraciones por DCF pueden ser muy sensibles a pequeños cambios en algunos de los datos de partida, por lo que proporcionan al analista metódico una herramienta muy poderosa. En esta técnica se considera a la empresa como un ente generador de fondos. Así, el enfoque DCF estima el

valor como el precio más alto que un comprador interesado puede pagar y aun así ser capaces de compensar a los inversores por la rentabilidad exigida en el uso de su capital (Lasso, 2015). Aunque se puede discutir que el modelo es complicado y subjetivo, no consideramos estas razones suficientes para rechazarlo ya que lo mismo se puede decir de muchas técnicas de valoración.

En el flujo de caja se resume en términos numéricos toda la información que se ha considerado relevante en su planeación, referido al estudio de mercado, estudio técnico y otros aspectos importantes (Lamas, y Antonio, 2017). Los beneficios previstos se convierten en valor aplicando la tasa de descuento apropiada y utilizando procedimientos de valor presente.

Se puede aplicar similar razonamiento a la sensibilidad de los DCF sobre las hipótesis de crecimiento a largo plazo: mientras que este dato puede también afectar a otros modelos de valoración, en los DCF el efecto puede ser mitigado utilizando una tasa de crecimiento de valor añadido a largo plazo nula o muy baja, además de realizar un estudio riguroso del valor que realmente queda en el negocio al final del periodo proyectado.

Tomando en consideración todos los argumentos teóricos plasmados, y las características específicas de Ecuador, se estima que, el método de flujo de caja descontado resulta el más factible a utilizar por ser un método dinámico y que considera en las proyecciones de sus flujos a futuro el valor del dinero en el tiempo, aun cuando la economía del país presenta una economía emergente con riesgos políticos y jurídicos. La tasa de actualización utilizada, denominada coste de capital, identificado como: CMPC WACC (Coste Medio Ponderado de Capital

*Weighted Average Cost of Capital*), para su determinación se incluye la tasa libre de riesgo que pagan los bonos del tesoro de los Estados Unidos, más la prima de riesgo de mercado por invertir en acciones (considerada el rendimiento extra que el inversionista exige por ese riesgo que él considera por invertir en una empresa en vez de comprar bonos sin riesgos), y adicionalmente se toma en consideración el riesgo específico de la empresa a valorar, según la actividad económica, su planificación estratégica, y su cuadro de mando integral, que se denomina Beta (refleja la sensibilidad o volatilidad de la acción en el mercado). Dependiendo del riesgo por diferentes factores como su diversificación, los efectos directos del negocio o por piezas vitales de dirección de la empresa, los cambios jurídicos o políticos, y del grado de endeudamiento que posea. Hasta este punto se mantienen igual los componentes de la fórmula, ahora bien, para no encarecer el costo del dinero, a la tasa de actualización se le debe agregar el diferencial de inflación entre Estados Unidos y Ecuador, en vez del riesgo país en la valoración de la empresa de un país emergente como Ecuador. Es muy importante tener presente que la tasa de actualización, es el parámetro de medición de todas las inversiones que realiza un inversionista y de las empresas, sabiendo que con independencia del proyecto que se valore, éste nunca debe rendir menos que la tasa de actualización, ya que, de ser así, la empresa no estaría creando valor, sino que se estaría perdiendo valor.

La formulación simplificada de este método puede expresarse como el sumatorio de los flujos de caja actualizados del período de previsión explícito, más el valor residual también actualizado:

$$\text{Valor} = \frac{\text{FCFF}_1}{(1+\text{TD})^1} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1+\text{TD})^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_n + \text{VR}_n}{(1+\text{TD})^n}$$

**FCFF** = Flujo de Caja Libre para la Empresa **TD** = Tasa de Descuento **VR** = Valor Residual.

Así, el método consta de cuatro elementos básicos:

- 1- Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCFF)
- 2- Tasa de Descuento/ Coste de Capital (TD) Wacc - Capm 3- Horizonte temporal (n)
- 3- Valor Residual (VT) o Terminal

A continuación, se describe de forma resumida en qué consiste este método y cómo aplicarlo, explicando cada uno de sus componentes básicos:

### **Flujo de Caja Libre para la Empresa**

El Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCFF, *Free Cash Flow to the Firm*). El Flujo de Caja Libre para la Empresa (FCFF, *Free Cash Flow* ) es aquel que, una vez satisfechos todos los pagos correspondientes a otros acreedores, lo que queda corresponde a los tenedores de deuda financiera y a los tenedores de acciones; es decir, son los flujos de fondos generados por las actividades de operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento, después de impuestos, y representa los fondos que quedan disponibles después de haber cubierto las necesidades de reinversión

en activos fijos y en necesidades operativas de fondos. Dichos fondos pueden ser empleados en:

- Pagar intereses y devolver el principal de los préstamos.
- Incrementar el saldo de caja u otras inversiones.
- Pagar dividendos o recomprar acciones.

De forma simplificada, se calcula de la siguiente manera:

**Tabla 3:** Flujo de Caja Libre.

---

**EBIT (Beneficios Antes de Intereses e Impuestos).**

- Impuestos sobre EBIT.

**= NOPLAT (Beneficios Normalizados Operativos Menos Impuestos Ajustados).**

+ Depreciaciones o Amortizaciones de intangibles.

**= Flujo de Caja Bruto**

- CAPEX (Inversiones en Capital Fijo)

- Cambios en Necesidades Operativas de fondos (NOF)

**= Flujo de Caja Libre para la Empresa.**

---

**Fuente:** Elaboración propia.

Para descontar el Flujo de caja libre se utiliza la tasa de actualización del WACC (sobre el que se trata en apartados posteriores) y la valoración total de la empresa.



**Tabla 4:** Modelo del Flujo de Caja del Accionista

---

**= Flujo de Caja Libre para la Empresa.**

- Intereses (1 -t).
- Devolución de deuda.
- + Incremento de deuda.

**= Flujo de Caja para el accionista.**

---

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 5:** Modelo del Flujo de Caja del Accionista

---

**Utilidad Neta.**

- + Depreciaciones y Amortizaciones de intangibles.
- CAPEX (Inversiones en Capital Fijo).
- Cambios en Necesidades Operativas (NOF).
- Amortización del principal (Préstamos).
- Amortización del principal (Leasing).
- + Valor Residual.

**Inversión inicial.**

**Financiamiento.**

---

**Fuente:** Elaboración propia.

Expresa el flujo de fondo disponible para el accionista y se puede calcular también a partir del flujo de caja libre. Este flujo de fondos es el que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos, de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal valor de la deuda que corresponda, si es que llegara a existir algún tipo de deuda.

Una vez se ha calculado el Flujo de Caja Libre para la Empresa, se han de tener en cuenta para el cálculo del valor total, posibles activos no reflejados en él, tales como: empresas participadas u otras inversiones, que han de ser añadidas o ajustadas para estimar el Valor Total de la Empresa (EV). Del mismo modo, se deben restar los posibles pasivos ocultos que tengan amplias posibilidades de aflorar.

Al preparar predicciones para una valoración por DCF, se ha de prestar atención especial a los siguientes aspectos:

- Las oportunidades proyectadas de crecimiento han de ser realistas y considerar ventajas competitivas potenciales futuras.
- Los supuestos de crecimiento han de ser coherentes con la inversión prevista.
- La tasa de retorno proyectada ha de ser realista en comparación a los resultados pasados y a las predicciones de otros analistas (o bien realizar previsiones excluyendo la inflación).
- La tasa de inflación proyectada debe estar en concordancia con las expectativas del mercado.
- Los ratios y márgenes aplicados en el período proyectado han de ser coherente con las cifras históricas o con las inversiones o cambios estratégicos a realizar.

La estimación de flujos de caja futuros se realiza habitualmente para los 5-10 años siguientes al momento actual, dependiendo de la información disponible, del

sector y la compañía. Por ejemplo, en sectores cíclicos habremos de tener en cuenta en qué momento del ciclo nos encontramos y procurar abarcar uno completo o bien asegurarnos que nuestro último flujo de caja explícito se sitúa en un momento medio del ciclo.

La precisión de las proyecciones depende en gran medida de la calidad de los datos pasados, estratégicos y sectoriales que se utilicen para su preparación. Con el fin de reducir la incertidumbre implicada en las estimaciones de flujos de caja futuros, los factores que más impacto tendrán en el rendimiento de la empresa (y así, en los flujos de caja) han de ser profundamente estudiados y bien entendidos por el analista.

Un análisis de sensibilidad sobre estos factores (de éxito) permite evaluar su impacto en el valor de la empresa. Otra herramienta útil para la realización de previsiones es la preparación de varios escenarios que reflejen las diferentes expectativas del mercado o las posibles alternativas estratégicas de la empresa. Cada escenario se evalúa empleando el método del DCF (no necesariamente con la misma tasa de descuento para todos los escenarios) y las diferencias de valor pueden ser estudiadas. La ventaja de esta técnica al evaluar el posible impacto de un cambio de condiciones en el mercado radica en que:

- El efecto de las diferencias de los flujos de caja entre escenarios que ocurren en diferentes años puede ser analizado.

- Cualquier error sistemático en las predicciones de los flujos de caja y/o tasas de descuento será neutralizado cuando las diferencias porcentuales entre las valoraciones por DCF para cada escenario sean calculadas.

El WACC, es la tasa de descuento que se utiliza para calcular el valor actual de los Flujos de Caja Libres esperados para cada año. La tasa utilizada para actualizar o descontar (traer a valor presente) los flujos de caja futuros es el coste de capital (las exigencias de los proveedores de fondos de la empresa). Si la tasa de descuento no se determina con precisión, el valor actual de los flujos de caja futuros resultará demasiado alto o demasiado bajo y, por lo tanto, también la valoración.

### **Ejemplo práctico del Flujo de Caja Libre**

En Ecuador el sector textil y confecciones es uno de los mayores focos de generación de puestos de trabajo de la economía. De acuerdo con el plan estratégico nacional exportador del sector textil y confecciones, su cadena productiva genera alrededor de 350 mil puestos de trabajo directos y se estima que más del 10% de la población depende de un puesto de trabajo directo o indirecto dentro de la cadena textil y de confecciones.

La producción de confecciones y prendas de vestir de algodón se encuentra prácticamente en su totalidad concentrada en Quito, debido a que en esta ciudad se encuentra una gran proporción de la demanda doméstica, así como un amplio

conglomerado de proveedores, agentes y servicios diversos que dan soporte al sector.

El presidente de un grupo empresarial, presintió que la empresa no estaba siendo lo suficientemente agresiva con este beneficio arancelario; y por ese motivo conversó con sus asesores legales para conocer más detalles de La Ley de Preferencias Arancelarias Andinas y Erradicación de la Droga (ATPDEA). Una vez conocidos los argumentos de los asesores, citó a sus directivos para diseñar una estrategia de mayor penetración en el mercado norteamericano y al final de esta reunión se solicitó a los directivos del área de inteligencia comercial, ventas, finanzas y operaciones elaborar un proyecto para tomar ventajas de este acuerdo.

El equipo de ejecutivos solo contaba con sesenta días para presentar los requerimientos necesarios del proyecto con el propósito de evaluar la factibilidad financiera y percibir si existe creación de valor. Cumplido el plazo, cada área entregó sus respectivos informes para proceder a la evaluación del proyecto. El departamento de inteligencia comercial ha estimado que podría alcanzarse un nivel de ventas en el primer año US\$ 14.600.000 a valor venta, considerando la recuperación de algunos clientes atendidos anteriormente y algunos potenciales con quienes se venía trabajando durante los últimos viajes que realizó el área de ventas a ciertos Estados de Estados Unidos. Los pronósticos eran un poco conservadores, pero se estaba asumiendo que para el segundo año podría obtenerse un incremento de las ventas del orden del 3% anual con respecto al año anterior y del 5% anual para los próximos cinco años.

El área costo y presupuestos está considerando un costo de ventas aproximado del 46% con respecto a las ventas, mientras que los gastos operativos (administrativos y ventas) adicionales para esta nueva inversión estarían alrededor del 18% de las ventas proyectadas.

Para poder cubrir el nivel de ventas estimadas, la gerencia de operaciones había calculado una inversión inicial de US\$ 21.050.000 destinados a la adquisición de los activos necesarios.

**Tabla 6:** La inversión inicial se detalla a continuación.

<b>Inversión</b>	<b>Valor Venta</b>	<b>IGV</b>	<b>Inversiones</b>
<b>Maquinarias y equipos</b>	10.800.000	2.052.000	12.852.000
<b>Terreno</b>	2.000.000		2.000.000
<b>Construcción</b>	4.200.000	798.000	4.998.000
<b>Capital de trabajo</b>	1.200.000		1.200.000
<b>TOTAL</b>	18.200.000	2.850.000	21.050.000

**Fuente:** Elaboración propia.

Para poder cumplir con el crecimiento de las ventas a partir del año 3, el área de operaciones también ha estimado un requerimiento de una inversión adicional a inicios de ese año, de US\$365.000 destinados a la compra de nuevos activos (máquinas y equipos), así como desembolsos adicionales en capital de trabajo de US\$95.000 y US\$72.800 en el año 3 y 4 respectivamente. Ambos desembolsos se realizarán con un préstamo que otorgará el Banco del Norte, a una Tasa Efectiva Anual (TEA) del 14% y que se cancelará con diez cuotas semestrales, con tres años de gracia total y saldo en los años restantes, más costos de colocación de US\$34.88.

De acuerdo a las normas del Servicios de Rentas Internas del Ecuador (SRI) (para fines del caso), la depreciación de maquinarias y equipos deben ser concebidas en un período lineal de cinco años, al igual las construcciones de primer uso a 33 años. El impuesto a la renta está en un promedio anual del 30%.

La estructura de capital se estaría utilizando para evaluar este proyecto, tomando en cuenta que el directorio ha exigido un período de evaluación de cinco años, es el siguiente:

**Tabla 7:** Estructura de Deuda\_Patrimonio.

<b>Estructura Deuda - Patrimonio</b>	<b>Valor</b>	<b>Porcentaje</b>					
Deuda	16.000.000	76,01%					
Patrimonio	5.050.000	23,99%					
<b>Total Deuda y Patrimonio</b>	<b>21.050.000</b>	<b>100,00%</b>					

	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>Ingreso por Ventas</b>		14.600.000	15.038.000	15.789.900	16.579.395	17.408.365
<b>(-) Costo de Ventas</b>		6.716.000	6.917.480	7.263.354	7.626.522	8.007.848
<b>(-) Gastos Operativos</b>		2.628.000	2.706.840	2.842.182	2.984.291	3.133.506
<b>(-) Depreciación</b>		2.287.273	2.287.273	2.348.617	2.348.617	2.348.617
<b>Utilidad Operativa EBIT</b>		2.968.727	3.126.407	3.335.747	3.619.965	3.918.394
<b>(-) Imp. Renta</b>		890.618	937.922	1.000.724	1.085.990	1.175.518
<b>Utilidad Neta Operativa (NOPAT)</b>		2.078.109	2.188.485	2.335.023	2.533.976	2.742.876
<b>(+) Depreciación</b>		2.287.273	2.287.273	2.348.617	2.348.617	2.348.617
<b>(-) Inversión de Capital</b>				-95.000	-72.800	167.800
<b>(+) Inversión Residual</b>						6.886.325
<b>(-) Inversión Inicial</b>	21.050.000	-		-365.000		
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	21.050.000	4.365.382	4.475.758	4.223.640	4.809.793	12.145.618

<b>Incrementos de ventas</b>			103,00%	105,00%		
<b>Costo de ventas</b>		46%				
<b>Costo operativos</b>		18%				
<b>Impuesto a la renta</b>		30%				
<b>TIR</b>	11,00%					
<b>WACC</b>	9,09%					

<b>Capital invertido promedio</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	
<b>Capital invertido</b>	21.050.000	21.050.000	18.762.727	16.475.455	14.586.837	12.311.020	
<b>(-) Depreciación</b>		-2.287.273	-2.287.273	-2.348.617	-2.348.617	-2.348.617	
<b>(+) Inv adicionales</b>		0	0	460.000	72.800	0	
<b>Total</b>	21.050.000	18.762.727	16.475.454	14.586.838	12.311.020	9.962.403	
	NOPAT	2.078.109	2.188.485	2.335.023	2.533.976	2.742.876	
<b>ROI =</b>	C INV PROM	19.906.364	17.619.091	15.531.146	13.448.929	11.136.711	
<b>ROI=</b>		10,44%	12,42%	15,03%	18,84%	24,63%	ROI del proyecto 16,27%
<b>WACC</b>		9,09%	9,09%	9,09%	9,09%	9,09%	
<b>dif</b>		1,35%	3,33%	5,94%	9,75%	15,54%	
<b>EVA</b>		267.670	586.069	922.500	1.310.826	1.730.017	

**Fuente:** Elaboración propia.

Es el ejemplo de modelo de preparación del flujo de caja libre y de capital invertido, pero se representan algunos drivers para demostrar cómo se puede usar para compararlo con el ROI vs WACC y determinación del EVA (*Economic Value Added*).

### 1.2.2. Tasa de Descuento o Coste de Capital

Los aspectos relacionados con la tasa de descuento como enuncia Solomon, (1964) constituyen, el problema principal de la administración financiera. Según Vélez Pareja, (2004) la tasa de descuento va a medir los costos en los que incurre



una firma o una persona por emplear o para obtener fondos para sus inversiones. La Tasa de Descuento o Coste de Capital, es el costo que tienen para la empresa las diferentes fuentes de financiación tales como endeudamiento financiero, patrimonio y proveedores. Esta tasa constituye una variable primordial a considerar en la valoración de empresas. Hay que tener presente que una pequeña variación en la tasa de descuento puede llevar a valoraciones muy diferentes (Santandreu, 2013). Ella determina de forma exacta el costo mínimo de los recursos y sobre esa base, se trabaja para que el negocio o la actividad económica generen por lo menos dicho costo y a partir de allí, se considere que se genera valor.

De acuerdo con lo reflejado en Yirepa Finanzas Básicas (2018), la tasa de descuento resulta un factor financiero que se utiliza generalmente, para determinar el valor del dinero en el tiempo, y en particular, para calcular el valor actual de un capital futuro o también para evaluar proyectos de inversión; ésta constituye el tipo de interés que posibilita interpretar el dinero del futuro a presente.

En el documento citado en el párrafo anterior se expresa además que al considerar el riesgo de cada proyecto de inversión e incorporar su efecto en la tasa de descuento, se puede lograr el establecimiento de comparaciones homogéneas entre diferentes proyectos.

Componentes de la tasa de descuento (Yirepa Finanzas Básicas, 2018):

-Coste de los recursos financieros utilizados o rentabilidad mínima de la inversión.

-Prima de riesgo.

Por lo tanto:

Tasa de descuento = Coste recursos financieros + Prima de riesgo o

Rentabilidad mínima exigida

A continuación, se siguen los análisis presentados Yirepa, Finanzas Básicas (2018), con los cuales el autor se identifica:

Para calcular la rentabilidad de los proyectos de inversión, por lo general se define a la tasa de descuento como perteneciente al coste de los recursos financieros empleados para ejecutar dicha inversión. Estos recursos financieros pueden ser propios, cuando el capital proviene del inversor; o ajenos cuando las aportaciones provienen de los acreedores.

Para calcular el coste de los recursos totales, se debe considerar la proporción en que intervienen estos recursos y cuál es su coste:

- a) Proyecto financiado sólo con fondos propios: cuando se realiza una inversión, y se dispone del total de los fondos. Se debe tener en cuenta la rentabilidad de la inversión donde se debe igualar, como mínimo, la más alta rentabilidad que se podría obtener en otra inversión con una duración

semejante, como puede ser un plazo fijo, un depósito bancario, bonos del Estado, etc. A lo que se denomina, coste de oportunidad.

- b) Proyecto financiado solo con fondos ajenos: cuando no se dispone de fondos propios y se acude a la financiación bancaria a través de préstamos. En este caso la tasa de descuento será el coste de dicho préstamo; o sea, el tipo de interés más los gastos bancarios (TAE). A lo que se denomina, coste de la deuda.
- c) Proyecto financiado utilizando fondos propios y ajenos: cuando se utilizan tanto fondos propios, como ajenos (préstamo). En este caso se calcula el coste medio ponderado entre recursos propios y ajenos, donde la media del coste de ambas fuentes de financiación se pondera por el volumen de cada una de ellas. A lo que se denomina coste de capital y es identificado como: CMPC WACC (Coste Medio Ponderado de *Capital Weighted Average Cost of Capital*).

Siguiendo un orden, se plantea que para calcular el riesgo que puede implicar una inversión, y de acuerdo con Yirepa, Finanzas Básicas (2018), se parte de analizar qué se necesitaría incorporar a la tasa de descuento para que los flujos de caja sean homogéneos. Para ello el método más utilizado para introducir este dato consiste en añadir una prima de riesgo a la tasa de descuento. De ahí que:

**Tasa descuento = Rentabilidad mínima exigida + Diferencial  
por riesgo (o coste de los recursos)**

Por lo que se identifican dos componentes de la tasa de descuento:

- Rentabilidad mínima exigida (Coste de los recursos), la que exige a los beneficios futuros, al menos, la misma rentabilidad que el coste de los recursos utilizados.
- La prima de riesgo, que trata de incorporar al análisis de la inversión la incertidumbre de los flujos de caja estimados.

Para determinar el coste de capital y como resume Yirepa, Finanzas Básicas (2018):

1. Se calcula el coste de los recursos propios y el peso que tienen en la financiación total.
2. Se calcula el coste de la deuda y el peso que tiene la financiación ajena en la financiación total.
3. Con el resultado de los cálculos anteriores, se calcula el Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC).

En la literatura especializada se describen varios métodos mediante los cuales se puede obtener la Tasa de Descuento o Coste de Capital, por ejemplo: el método operativo, el de contribución financiera, el de beta apalancado, entre otros, pero el más trabajado y utilizado es el WACC.

Para llegar al WACC, se calcula una tasa promedio ponderado, de todas las deudas Financieras ( $k_d$ ) que posee la compañía; esta ponderación se hace con respecto al monto de los respectivos créditos. Es importante tener en cuenta

que, al hallar la tasa efectiva del costo de cada crédito, debe ser descontado el escudo fiscal a que tiene derecho éste, ya que las empresas pueden descontarse hasta el 22% (Ecuador) de los gastos financieros para el pago de impuestos. Generalmente una empresa tiene acciones comunes ( $k_e$ ) y preferentes ( $k_p$ ), utilizando utilidades de ejercicios anteriores y utilizando deuda ( $k_d$ ). En este caso, el costo de capital es el producto de los diferentes recursos financieros utilizados y se denomina costo promedio ponderado de capital o WACC.

Las corporaciones crean valor para los accionistas ganando una rentabilidad sobre el capital invertido que está por encima del costo de ese capital. El WACC es una expresión de este costo. Se utiliza para ver si se agrega valor cuando se emprenden ciertas inversiones, estrategias, proyectos o compras previstas y se expresa como un porcentaje, como un interés. Por ejemplo, si una compañía trabaja con un WACC del 12%, significa que cualquier inversión sólo debe ser hecha, si proyecta un rendimiento mayor al WACC de 12%.

Mileski, Fajardo, Junior, Buratto, y Mosquera, (2016) hacen referencia a las dificultades en la determinación de la tasa de descuento, ya que varía de acuerdo a la situación económica de la empresa, o las características del proyecto, entre otras. Estos autores señalan que el riesgo y la incertidumbre, la inflación, la duración del proyecto o el horizonte de planificación, la preferencia por la liquidez, la productividad del capital y la posición particular del inversor, constituyen factores que pueden interferir en la determinación de estas tasas.

Hay autores que se han centrado en la tasa social de descuento, la que también es importante considerar y al respecto opinan que, bajo supuestos y con algunas limitantes, es posible emplear la tasa de descuento como un “enlace” intergeneracional; en una dimensión monetaria (Ortiz-Paniagua, y Bonales Valencia, 2017).

En el caso de los Flujos de Caja Libres, el coste de capital se compone de dos grandes partidas:

- El coste del capital facilitado por los accionistas o socios de la empresa, es decir, la rentabilidad exigida por estos para sus fondos ( $k_e$ ).
- El coste del capital facilitado por los acreedores financieros de la empresa, es decir, la rentabilidad (tipo de interés) exigida por los bancos y demás prestamistas financieros ( $k_d$ ).

$$\text{WACC} = W_d [ K_d(1-t) ] + W_s K_s + W_e K_e$$

Donde:

$W_d$  = Peso de la deuda

$K_d$  = Costo financiero de la deuda a valor de mercado

$K_d (1-t)$  = Costo financiero de la deuda después de impuestos

$t$  = Tasa de impuestos a las utilidades

$K_s$  = Tasa requerida de rendimiento de las acciones comunes, utilidades retenidas

$W_e$  = Peso de aportaciones de los accionistas

$K_e$  = Costo de la emisión de nuevas acciones de capital social

### **Ejemplo práctico de cálculo de Costo Promedio Ponderado WACC**

La Dirección Financiera, considerando experiencias anteriores está estimando que la inversión inicial podría ser financiada de la siguiente forma:

Mediante la emisión de bonos por US\$ 12,000,000, a un valor nominal de US\$ 10,000 cada uno con una redención (facultad que tiene el propietario del bono para obligar al emisor a comprar al valor nominal antes de su vencimiento) a tres años, ofreciendo un interés por cupón que se pagará anualmente del 4.96%, los costos de la transacción de \$ 0,23 del valor de cotización. Se estima que la inflación esperada para los próximos tres a los seis años es del 2.8%. Los bonos podrían tener una cotización del 99.30% de su valor nominal.

Un préstamo del Banco Latín Medio por US \$4,000,000, a tres años, con cuotas semestrales, un periodo de gracia total y un periodo de gracia normal. Con una TEA del 14% para los dos primeros años y 13% para el año restante. Se cobrará una comisión de US\$ 220.67.

El saldo de la inversión será cubierto con aporte de los actuales accionistas a través de las utilidades retenidas y la emisión de nuevas acciones comunes. Los costos de transacción ascienden a \$ 0,23 del valor de la cotización.

En marzo de este año, la empresa anunció que entregaría a sus accionistas \$0.89 de dividendo por acción, esto ha hecho que la acción se esté cotizando hoy en US\$6.80, asimismo los analistas de portafolios consideran que los dividendos tendrán un crecimiento promedio anual del 3% para los próximos años.

**Tabla 8:** Costo del préstamo del Banco Latín Medio.

a) En primer lugar calculamos la tasa de interés semestral para el primer y segundo año

$$TEA=(1.14)^{(180/360)}-1=0.06770783\%$$

b) En segundo lugar calculamos la tasa de interés semestral para el tercer período

$$TEA=(1.13)^{(180/360)}-1=0.06301458\%$$

c) Calculamos la cuota trimestral, a partir del tercer periodo semestral, ya que los dos primeros, tienen período de gracia total y norma; cuya tasa de interés es de 14% anual y un periodo semestral de 0,06770783%

$$R = \frac{4,270,831 (0.0677)}{1 - (1.0677)^{-4}} = \frac{289,135}{0,23050991} = 1,254,351$$

d) Calculamos la cuota trimestral para los dos últimos períodos, ya que la tasa de interés es del 13% anual, y la tasa trimestral es de 0,05301458.

$$R = \frac{2,275,116 (0.0630)}{1 - (1.0630)^{-2}} = \frac{143,332}{0,11501997} = 1,246,177$$

e) Tomamos la columna del total y calculamos la TIR. Esta representa la TIR semestral. Luego calculamos la tasa anual, que es el costo anual del interés.

CUADRO DE AMORTIZACIÓN DE PRÉSTAMOS							
PERÍODO	SALDO	AMORTIZACIÓN	INTERÉS	CUOTA	COMISION	TOTAL	
	0	4.000.000				(4.000.000)	
PGT	1	4.270.831			221	221	
PGN	2	4.270.831	289.169	289.169	221	289.390	
	3	3.981.441	965.183	289.169	1.254.351	221	1.254.572
	4	2.275.116	1.030.533	223.818	1.254.351	221	1.254.572
	5	1.172.304	1.102.811	143.365	1.246.177	221	1.246.398
	6		1.172.304	73.872	1.246.177	221	1.246.398

6,70591% TIR semestral

Kd= (1.067059)<sup>2</sup>-1=13.86% anual

**Fuente:** Elaboración propia.



**Tabla 9:** Bonos VAC.

<b>Datos</b>							
M	10.000,00						
n	3						
Tasa anual	4,96%						
Tasa semestral	2,80%						
Inflación	99,30%	9,930					
Bo	0,0023%						
Costos de la transacción							
<b>a) Se calcula el efecto inflación</b>							
	0	1	2	3			
	10.000,00	10.280,00	10.567,84	10.863,74			
<b>b) Se calcula el Flujo de Fondos</b>							
	0	1	2	3			
	9.930,00	509,89	524,16	538,84	10.280 x 1,0496=	10.789,89	
	0,9977			10.863,74		10.280,00	
	-9.907,16	509,89	524,16	11.402,58		509,89	
<b>c) Se calcula la TIR</b>							
Este es el costo anual de los bonos							
	TIR	8,251%					

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 10:** Utilidades Retenidas.

<b>Valor</b>	<b>\$ 2.050.000</b>
<b>Do</b>	0,89
<b>Po</b>	6,8
<b>g(%)</b>	0,03
<b>Costos de emisión de acciones comunes</b>	0,23
<b>Ks</b>	$\frac{D1/Po + g}{Po} = \frac{Do(1 + g) + g}{Po}$
<b>Ks</b>	$= \frac{0.89 (1.03) + 0.03}{6,8}$
<b>Ks</b>	$= \frac{0.9167}{6,8} + 0.03 = 0.1648$
<b>Ks</b>	\$ 16,48

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 11:** Acciones Comunes.

Valor		\$ 3.000.000
Ke	$= \frac{0,89(1.03)}{6.8(1-0.0023)} + 0.03$	
Ke	$= \frac{0.9167}{6.7844} + 0.03 = 0.1651\%$	
Ke		\$ 16,51

Con ella hemos calculado los costos cuando usamos las utilidades retenidas y cuando se emiten acciones comunes.

**Datos:**

	Estructura de Patrimonio		
	Montos	W (peso)	
<b>Emisión de Acciones Comunes</b>	3.000.000	59,41%	\$ 16,48
<b>Utilidades Retenidas</b>	2.050.000	40,59%	\$ 16,51
<b>Total Patrimonio</b>	5.050.000	100,00%	

Fuente: Elaboración propia.+

**Tabla 12:** Estructura de Deuda.

	Monto	Peso	Costo	Costo Promedio	70%
<b>Préstamo</b>	4.000.000	25,00%	13,86%	3,465%	2,426%
<b>Bonos</b>	12.000.000	75,00%	8,25%	6,188%	4,331%
	16.000.000	100,00%		9,653%	6,757%

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 13:** Estructura de Capital.

	W	Costo	Wacc
<b>Deuda</b>	16.000.000	76,01%	6,757%
<b>Patrimonio</b>			
<b>Utilidades Retenidas (Ws)</b>	2.050.000	9,74%	16,48%
<b>Acciones Comunes (we)</b>	3.000.000	14,25%	16,51%
	21.050.000	100,00%	9,094%

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 14:** Cálculo del Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC.

<b>WACC</b>	<b><math>W_d [K_d(1-t)] + W_s K_s + W_e K_e</math></b>
<b>WACC</b>	$76,01*(9,653\%*70\%) + 9,74\% (16,48\%) + 14,25\%$ (16,51%)
<b>WACC</b>	$5,14\% + 1,61\% + 2,35\% = 9,09\%$

**Fuente:** Elaboración propia.

### **1.2.3. La Valoración de Empresas en mercados Emergentes.**

#### **Particularidades para el Ecuador**

De acuerdo con el criterio de Pérez Sánchez, (2015) un país emergente, es aquel que, aun teniendo una economía en vías de desarrollo, comienza a crecer a partir de sus propios volúmenes de producción industrial y sus ventas al exterior. De esta forma, emerge como competidor ante otras economías más desarrolladas. Es decir que cuando un país pasa de una economía de subsistencia a una de fuerte desarrollo industrial, se está en presencia de una economía emergente.

Y argumenta además que los países emergentes, son aquellos cuyas economías aún no alcanzan el estatus de desarrolladas, pero han avanzado más que sus competidores del mundo en desarrollo. El cambio social es algo frecuente en estos países, donde las poblaciones rurales o dependientes de la agricultura migran hacia las ciudades como es el caso de Ecuador.

Podría plantearse en cuanto a las características esenciales de estos mercados, que, los mismos cuentan con un acelerado crecimiento de su economía, pero con un riesgo de situación política y financiera inestable.

Ecuador forma parte de estos mercados emergentes. Uno de los factores que así lo indican es su Producto Nacional Bruto (PNB) per cápita que está por debajo del promedio de todos los países considerados desarrollados, éste es de aproximadamente \$ 9,361 (Levich, 2001). En el país el riesgo macro-económico existe, aunque también existen fortalezas que reducen la incertidumbre de los inversionistas. Éste es un país dinámico, caracterizado por rápidos y complejos cambios, donde la valoración de empresas aún no se corresponde con la realidad nacional y no ha tomado la importancia requerida dentro del sector económico empresarial en función de lograr un modelo de valoración de empresas que se adapte a las condiciones económicas, financieras y sociales del país. En la tabla recogemos datos del PIB por sectores y años.

**Tabla 15: PIB Nominal por Sectores Productivos. (Expresado en millones de dólares).**

<b>Sectores Productivos</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	6.151	6.821	6.693	7.364	8.247	8.534	8.441	8.533	8.791
Acuicultura y pesca de camarón	298	421	462	516	563	445	501	660	725
Pesca (excepto camarón)	321	370	444	463	473	409	570	537	504
Petróleo y minas	7.576	10.463	11.381	11.851	11.267	4.691	3.800	5.024	6.049
Refinación de Petróleo	720	668	651	433	286	808	949	1.117	1.130
Manufactura (excepto refinación de petróleo)	8.602	9.670	10.740	11.974	13.717	13.513	13.592	13.866	14.223
Suministro de electricidad y agua	754	928	1.046	1.066	1.253	1.509	1.685	1.826	1.772
Construcción	6.501	8.106	9.379	10.013	10.891	11.125	11.976	12.087	12.239
Comercio	7.241	8.400	9.054	9.977	10.545	10.218	9.632	9.960	10.452
Alojamiento y servicios de comida	1.312	1.428	1.632	1.878	2.054	2.083	2.123	2.225	2.308
Transporte	3.700	3.696	3.860	4.300	4.338	4.773	5.414	5.387	5.364
Correo y Comunicaciones	1.682	1.812	1.914	2.021	2.127	1.984	1.916	1.932	1.982
Actividades de servicios financieros	1.948	2.300	2.761	2.591	3.166	3.165	3.073	3.536	3.762
Actividades profesionales, técnicas y administrativas	4.302	5.046	5.712	6.550	7.016	6.887	6.574	7.072	8.122
Enseñanza, Servicios sociales y de salud	5.750	5.996	6.943	7.513	7.833	8.489	8.777	9.280	9.888

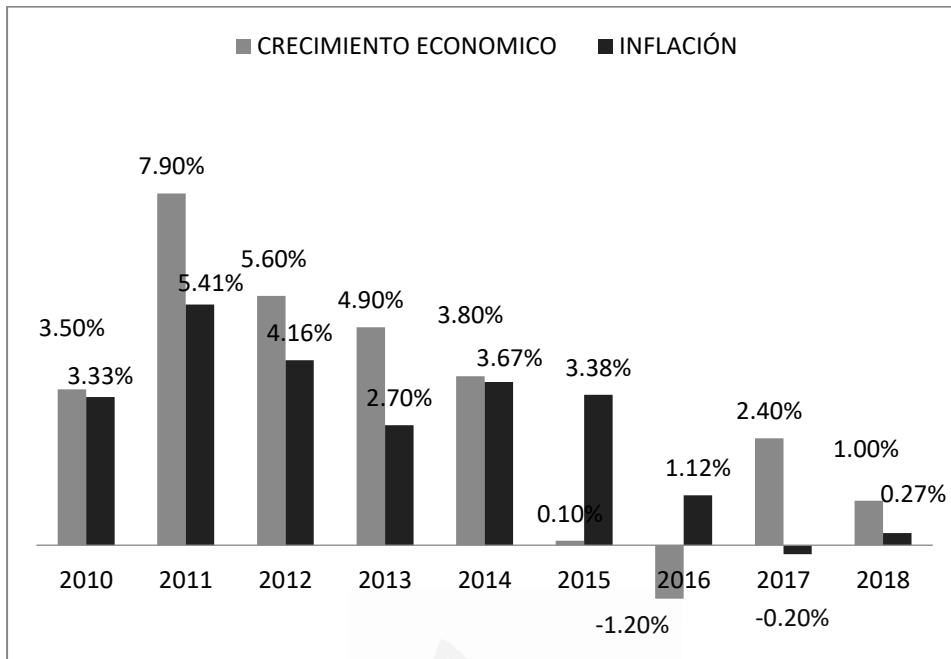
Administración pública, defensa y planes de seguridad social obligatoria	4.539	5.013	5.500	6.051	6.682	6.660	6.885	7.062	7.164
Servicio doméstico	335	333	334	382	429	434	488	538	561
Otros Servicios	4.768	5.064	5.352	5.593	6.008	6.317	6.641	6.439	6.356
Otros elementos del PIB	3.056	2.740	4.068	4.596	4.832	7.248	6.899	7.213	7.006
<b>Total PIB nominal</b>	<b>69.555</b>	<b>79.277</b>	<b>87.925</b>	<b>95.130</b>	<b>101.726</b>	<b>99.290</b>	<b>99.938</b>	<b>104.29</b>	<b>108.39</b>

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Ecuador.

Ecuador se caracteriza por poseer una economía pequeña, dependiente fundamentalmente de la exportación del petróleo, aunque está reconocido como el principal exportador de banano a nivel mundial y uno de los principales exportadores de flores, camarones y cacao, además de la exportación de productos primarios.

A inicios del año 2000 Ecuador anunció la adopción oficial de la dolarización, siendo ésta la reforma económica más importante que se ha implementado en el país en toda su historia. Dolarizar una economía implica entre otros aspectos que el país desarrolle una disciplina fiscal y un estado de derecho sólido, aspectos que Ecuador no cumple debido a su larga historia de indisciplina fiscal y de instituciones débiles. Aunque esta dolarización ha tenido múltiples beneficios económicos, destacando que la inflación ya no es un problema, las tasas de interés han caído significativamente y ha sido posible planear los negocios a largo plazo, enfocándose en el aumento de la productividad. Al respecto, la figura 5 recoge la evolución del crecimiento económico y la inflación en Ecuador.

**Figura 5:** Ecuador, Evolución del Crecimiento Económico y la Inflación.



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Ecuador.

Pozo (2019) expresa que la dolarización en Ecuador tiene una vigencia de 19 años. El saldo de su aplicación es claramente favorable y le ha permitido sortear de forma adecuada las crisis políticas que se han producido (inicios de la década de los 2000, derrocamiento de dos expresidentes). Esos acontecimientos sin la dolarización habrían implicado profundos desequilibrios macroeconómicos con rápidos crecimientos de la inflación, aumentos desmedidos de las tasas de interés y rápidas depreciaciones de la moneda. De igual forma, el desorden fiscal conllevaría a altos déficits fiscales. La deficiencia de recursos del presupuesto se intentaría cubrir imprimiendo dinero sin respaldo, lo que produce profundos desequilibrios macroeconómicos. El gobierno de Ecuador debe poner atención en las exportaciones, la inversión, las remesas y la financiación externa, ya que constituyen las fuentes que alimentan la dolarización.

Concebir los procesos de valoración en las empresas ecuatorianas, demanda considerar de forma innovadora los aspectos económicos del país y su comportamiento en los últimos años, para que las iniciativas financieras que se desarrollen, constituyan fieles reflejos de la realidad y estén encaminadas a reportar beneficios al país en términos monetarios (López Ayala, y Mora Analuisa, 2014).

En Ecuador la dolarización ha ejercido un impulso a los flujos de capital tanto privados, como públicos. Desde el punto de vista político-económico, ésta ha permitido que el país tenga acceso a recursos internacionales de dólares. Sin embargo, Tas, y Togay, (2014) indican que, aunque el desempeño económico de Ecuador mejoró como consecuencia de la dolarización, aún persisten los problemas económicos de índole estructural fundamentales, entre los que cabe mencionar la inestabilidad política y la desaparición de la política monetaria independiente; estos problemas, entre otros, implican que el país continúe siendo susceptible a las crisis.

Según los datos recogidos en el Boletín Macroeconómico, ASOBANCA (2017) los años 2008, 2011, 2012 y 2013 manifestaron elevados crecimientos producto del incremento del gasto de capital del sector público, desplazando la inversión privada. Por su parte, los años 2015 y 2016 tuvieron los resultados económicos más deficientes del país desde que se produjo la dolarización, marcados por estancamientos y retrocesos próximos al 2% de contracción.

Paralelamente, la Oficina de Información Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación de Ecuador, en su documento de Ficha País (2017) expone cifras del comportamiento actual de la estructura exportadora del país, donde se evidencia que el 61.6% de las exportaciones ecuatorianas se agrupan en siete países: EE.UU, con el 32.7%, Chile (6,4%), Rusia (4.6%), Perú (5,4%), Panamá (4.1%), China (3.6%) y Colombia (4,8%). Por su parte la Unión Europea representa el 14.6% de las exportaciones ecuatorianas, mientras que Asia representa el 11.47% de ellas. Y con respecto a las importaciones, el 54,9% de las mismas se concentran en cuatro países: EE.UU. con el 25,6%, la República Popular China (15,5%), Colombia (8,8%), y Panamá (5%). Donde se refleja que un elevado porcentaje de los socios comerciales más importantes de Ecuador utilizaban el dólar estadounidense como medio de intercambio, lo cual debía implicar que la dolarización oficial podría significar estabilidad para las exportaciones ecuatorianas.

Aun con este entorno, en Ecuador para calcular la tasa de descuento en las valoraciones empresariales, se aplica para mitigar el riesgo la agregación de una prima por riesgo país, es decir, de aquel riesgo total que los inversionistas asumen al invertir, de igual forma que en otras economías emergentes producto del riesgo político, económico y financiero, así como de riesgos de fuerza. En tal sentido, el riesgo país no es atribuible a la tasa de descuento, sino al entorno que lo rodea y si bien éste se incluye en la tasa de descuento, quizás no es la mejor forma de hacerlo en todos los casos, debido a que parte del riesgo país es diversificable, con lo cual, algunas empresas pueden eliminar una parte de este riesgo.



Al respecto El Profesor Azul (2008) reflexiona sobre el Riesgo País y las limitaciones de la aplicación del modelo original del CAPM en el caso de mercados de valores poco desarrollados:

- (1) La imposibilidad de estimar la beta a partir de precios históricos en la misma economía.
- (2) La imposibilidad de calcular la prima por riesgo de mercado a partir de índices bursátiles locales; en los dos casos por carencia de presencia bursátil de los títulos, lo que genera series de precios sin movimientos durante varios días, o semanas, sin que eso implique necesariamente que las expectativas sobre los títulos no hayan cambiado durante dichos períodos.

Las principales variables macroeconómica del Ecuador, desde el 2010 al 2018 se exponen en la tabla 16.

**Tabla 16:** Principales Variables Macroeconómicas del Ecuador

INDICADOR	AÑO								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>CRECIMIENTO ECONOMICO</b>	3,50%	7,90%	5,60%	4,90%	3,80%	0,10%	-1,20%	2,40%	1,00%
<b>HABITANTES (1)</b>	15.012	15.266	15.521	15.775	16.027	16.279	16.529	16.777	17.023
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB Nominal) (2)</b>	69.555	79.277	87.925	95.130	101.726	99.290	99.938	104.296	108.398
<b>PIBNOMINAL PERCAPITA</b>	4.633	5.193	5.665	6.008	6.297	6.196	5.997	5.848	6.344
<b>TASA DE VARIACIÓN PIB</b>	11,25%	13,98%	10,91%	8,19%	6,93%	-2,39%	0,65%	4,36%	3,93%
<b>DEUDA EXTERNA (2)</b>	8.672	10.055	10.872	12.920	17.582	20.225	25.679	31.750	35.696
<b>DEUDA INTERNA (2)</b>	4.665	4.507	7.781	9.927	12.558	12.546	12.457	14.786	13.734
<b>DEUDA TOTAL (2)</b>	13.337	14.562	18.652	22.847	30.140	32.771	38.137	46.536	49.429
<b>DEUDA EXTERNA/PIB</b>	12,5%	12,7%	12,4%	13,6%	17,3%	20,4%	25,7%	30,4%	32,9%
<b>DEUDA INTERNA/PIB</b>	6,7%	5,7%	8,8%	10,4%	12,3%	12,6%	12,5%	14,2%	12,7%
<b>DEUDA TOTAL/PIB</b>	19,17%	18,37%	21,21%	24,02%	29,63%	33,01%	38,16%	44,62%	45,60%
<b>INFLACIÓN</b>	3,33%	5,41%	4,16%	2,70%	3,67%	3,38%	1,12%	-0,20%	0,27%
<b>RIESGO PAÍS</b>	9.13%	8.46%	8.26%	5.30%	8.83%	12.66%	6.47%	4.59%	8.26%

<b>DÉFICIT/SUPERÁVIT PRESUPUESTARIO (2)</b>	-1.364	-772	-1.142	-4.345	-6.374	-3.775	-5.156	-5.838	-3.333
<b>INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (2)</b>	166	646	567	727	772	1.323	769	619	1.408
<b>EXPORTACIONES (2)</b>	17.490	22.322	23.765	24.848	25.724	18.331	16.798	19.122	21.606
<b>IMPORTACIONES (2)</b>	19.469	23.152	24.205	25.889	26.438	20.435	15.566	19.033	22.121
<b>BALANZA COMERCIAL (2)</b>	-1.979	-830	-441	-1.041	-714	-2.104	1.231	89	-515
<b>TASA DE DESEMPLEO</b>	6.13%	5.06%	5,00%	4.86%	4.54%	5.65%	6.52%	5.82%	4.80%
<b>PRECIO DEL PETRÓLEO</b>	88,6	107,34	96,05	93,77	82,6	37,04	53,72	60,42	45,41
<b>NOTA :</b>									
<b>INFLACIÓN ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (1) miles de habitantes</b>	1.64%	3.16%	2.07%	1.47%	1.62%	0.12%	1.26%	2.13%	2.44%
<b>(2) millones de dólares</b>									

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Ecuador.

El Banco Mundial en Ecuador (2019) expresa que, debido al boom del precio del petróleo, el país experimentó crecimiento y reducción de la pobreza entre el 2007 y el 2014, aunque no hizo referencias a problemas estructurales como un sector público deficiente, desbalances macroeconómicos, baja inversión privada y falta de mecanismos de estabilización. A partir del 2014, Ecuador ha tratado de nivelar su economía ante un contexto internacional retador, donde los bajos precios del petróleo, la apreciación del dólar y el encarecimiento del financiamiento externo constituyen sus características más notorias.

Es importante destacar que la consolidación fiscal que lleva el país ha permitido reducir el déficit fiscal de un pico de 7,3% del PIB en 2016 a 1,2% en 2018, aunque se reconoce que se deben desarrollar muchas más acciones para transitar por caminos de prosperidad. El crecimiento del PIB ha promediado sólo

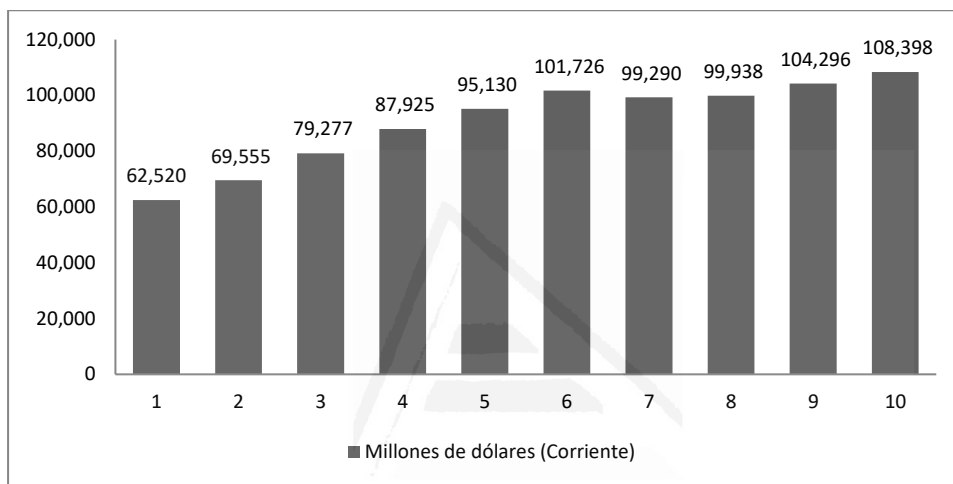
0,6% entre 2015 y 2018 y la pobreza y el índice de Gini se han mantenido relativamente estable en torno al 22,7% y 0,47 respectivamente desde el 2014.

De acuerdo con el Banco Central del Ecuador (2018). En sus previsiones macroeconómicas 2018-2019, la evolución del PIB y crecimiento económico del Ecuador, demuestran una recuperación del crecimiento económico de 2017 (2,4%), posibilitando superar la recesión de 2016; en 2018 tuvo una nueva desaceleración creciendo solo un 1,1%. Esta institución prevé para 2019 un crecimiento limitado, pues estima que el PIB aumentará sólo en 1,4%, aún así es un porcentaje optimista si es comparado con los cálculos del Fondo Monetario Internacional y los del Banco Mundial que lo sitúan en 0,7%, incluso los de la CEPAL que son de 0,9%. La tasa promedio de crecimiento del PIB en los últimos cinco años (incluyendo la proyección de 2019) es de 0,75%, porcentaje inferior al crecimiento poblacional promedio del mismo período (1,5%). El precio del petróleo en 2018 con relación al año anterior pasó de un promedio de \$ 50,3 por barril WTI en 2017 a \$ 65,1 en 2018; y la permanente política de endeudamiento público iniciada en 2018 con la emisión de deuda en el mercado internacional por \$ 3.000 millones, permitieron alcanzar el crecimiento positivo del PIB al cierre del año. Este comportamiento ascendente en 2018 se asocia fundamentalmente con el crecimiento de la demanda interna, en comparación con la demanda externa (exportaciones).

En 2018, los sectores estrella fueron la acuicultura de camarón, electricidad y agua, y los servicios educativos y sociales. El camarón ha tenido dos años de excelente desempeño, debido a la inversión en nuevas tecnologías, lo que ha

impulsado que Ecuador sea el segundo exportador a nivel mundial. El sector eléctrico se incrementó por la generación de las centrales hidroeléctricas que se empezaron a construir en el Gobierno anterior. Los servicios financieros crecieron 1.2%. Manufactura, agricultura, construcción y transporte, todas por debajo de 1%, y el petróleo cayó, tanto producción como refinamiento.

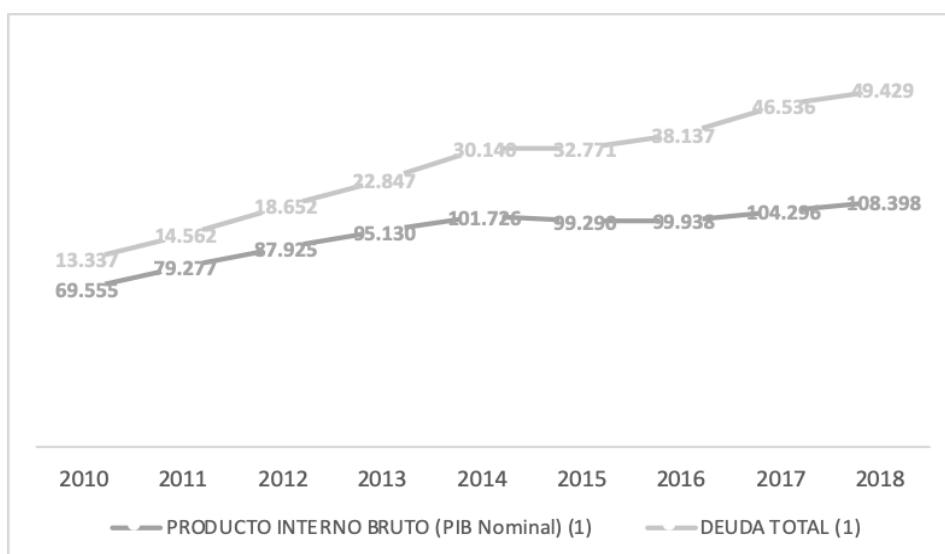
**Figura 6:** PIB 2010-2018 del Ecuador



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Ecuador.

Astudillo (2019) señala a partir de un informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) que Ecuador, con 6.198,9 dólares, está por debajo de la media latinoamericana con más de 9.000 dólares. Aunque con el inicio de la dolarización en 2000, el PIB per cápita creció de 1.451 dólares a 6.297 en 2014.

**Figura 7:** Producto Interno Bruto vs Deuda Total.



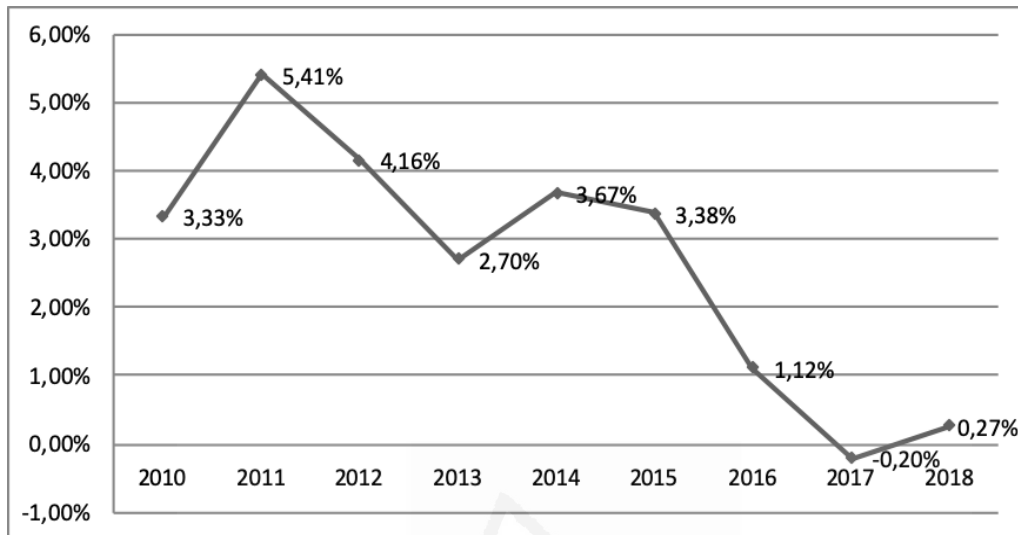
**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Ecuador.

El salario básico de Ecuador durante los años 2016 al 2019 oscila entre los \$ 366 y 394 respectivamente, además se recibe un 40% de salarios adicionales con relación al salario básico. Por su parte, la tasa de desempleo alcanzó un nivel de 4.8% hasta diciembre de 2018, lo que representa un decrecimiento del 17.2% con respecto al indicador del mismo período del año anterior. La tasa de subempleo presentó un crecimiento de 3.9% frente al mismo período del año anterior. Este índice se ubica en 45.3% en el mes de diciembre de 2018 según el (INEC, 2019).

Con respecto a la inflación de Ecuador (Paredes, 2016) opina que los excesos fiscales han tenido ciertamente un impacto en ella de un 4% de promedio (considerándose elevado, ya que no debería superar el 2%), aunque ya no se está en la zona de las decenas por ciento como en años anteriores. Actualmente la inflación debe bajar, ya que la economía debe ajustarse a la situación actual, en relación a cantidades (recesión), y en relación a precios. Si no existiera la

dolarización, se trataría de realizar ajustes en la devaluación e inflación, y no en cuanto a cantidades.

**Figura 8:** Inflación del Ecuador.



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Ecuador.

Por su parte en el Informe Anual (del Pichincha, 2018) se detecta que la inflación en 2017 marcó un  $-0,20\%$ , mientras que en 2018 marcó un nivel de  $0,27\%$ . Los bajos niveles de inflación en 2017 y 2018 fueron el resultado de la competencia provocada por el inicio del tratado comercial con la Unión Europea en 2017 y por la desgravación arancelaria gradual que éste valora para varios sectores económicos y productos. Otro elemento que podría haber influido en el menor aumento de los precios en los últimos años es la desaceleración del crecimiento económico, induciendo a reducciones en los márgenes comerciales de las empresas, a medida que el crecimiento económico es más lento. Cabe mencionar que el crecimiento de precios se ha desacelerado desde 2016, lo que sustenta la hipótesis de que el comercio internacional habría inducido a mayor competencia a partir de la eliminación de sobretasas arancelarias y la entrada en

vigencia del tratado de libre comercio con la Unión Europea; éste ha sido un factor determinante en la disminución de la inflación.

El comportamiento de la producción de petróleo durante los últimos dos años se ha mantenido estable, mientras que sus precios, después de la dramática caída que se inició en octubre de 2014, se han estabilizado y comenzado a crecer ligeramente. El precio del barril de petróleo se ubicó en USD 55.2 al cerrar el mes de noviembre de 2018, mientras que en los meses de septiembre, octubre y noviembre fluctuó entre USD 68.2 como máximo en el cierre de octubre de 2018, y como mínimo en el mes de noviembre, llegando a promediar USD 63.2 por barril. Su producción diaria entre septiembre, octubre y noviembre tuvo un promedio de 515.7 miles de barriles por día. Resultando el mes más productivo septiembre, con una producción de 518.5 a su cierre.

En el segmento de microcrédito ecuatoriano, las tasas efectivas máximas de interés de sus 3 sub-segmentos (microcrédito minorista 30.50%, de acumulación simple 27.50% y de acumulación ampliada 25.50%) desde mayo 2010 a diciembre 2018 no presentaron variación. Así como el segmento de educación mantuvo una tasa de 9.50% en diciembre de 2018. Con respecto a las importaciones en 2018, se ubicaron en USD 20,413 millones; cifra que representa un aumento del 17.8% con respecto al 2017; así mismo las materias primas crecieron un 12.1%; su participación en las importaciones se mantiene como una de las de mayor importancia llegando a alcanzar el 34% del total. Los bienes de consumo crecieron un 15.5% con respecto al 2017, llegando a la cifra de USD 4.635 millones. Con referencia a las exportaciones lograron aumentar un 14.6%

con respecto a 2017, alcanzando los USD 19.900 millones, siendo las exportaciones no petroleras las más importantes para el país al llegar a USD 11.675 millones, cifra que representa el 58.7% del total. Por su parte los productos tradicionales mostraron un crecimiento de 6.9% llegando a USD 6.904 millones, mientras que las exportaciones no tradicionales se ubicaron en USD 4.771 millones. Las exportaciones petroleras crecieron un 31.2% con respecto al 2017, llegando a alcanzar USD 8.225 millones. Para el presente año 2019 se prevé que el Producto Interno Bruto sea de de USD 113.097 millones, lo que representa un aumento en el producto interno bruto de 3.3% con respecto al 2018. La Inversión Extranjera Directa de Ecuador llegó a los 1.401 millones, representando un crecimiento de 126,5% con respecto al año 2017.

La situación fiscal ha tenido diversos cambios en cuanto a infraestructura y cobertura de servicios, de acuerdo con estadísticas Del Pichincha (2018), mucho de ellos producto a la elevación de ingresos y de los niveles de gastos. De esta manera, en valores nominales, el gasto total ha pasado de USD 12.554 millones en 2007 a USD 37.628 millones en 2016. Calculando estos valores en términos reales (en dólares del año 2007), el crecimiento del gasto en el periodo 2007-2016 fue de 112,44% (si bien el más alto se dio en el periodo 2007-2014 con 142,57%). Durante la última década, en términos reales, el gasto corriente creció en 106,13% y el de capital en 129,4%.

Fitch Ratings (2017) proyecta que las necesidades de financiamiento de Ecuador se mantendrán en unos US\$9 mil millones aproximadamente en 2020, comprendiendo un vencimiento de Eurobonos de US\$2,2 mil millones para el



primer trimestre del mismo año. Históricamente, los niveles de reserva internacional de Ecuador han sido bajos y volátiles, por el endeudamiento externo soberano. Aunque el gobierno ha ido reduciendo considerablemente el déficit fiscal en los últimos tres años a una estimación preliminar del 3.1% del PIB en 2018, Fitch Ratings (2017) estima que el ajuste fiscal será paralizado en los próximos dos años debido en gran medida por el aumento de las presiones de gasto provenientes de los tribunales. Así también considera que la relación deuda / PIB del país aumentará aproximadamente un 55% del PIB para finales de 2019, en comparación con solo el 35% que se produjo en 2015. Mientras que la carga de intereses aumenta significativamente y los intereses / ingresos del gobierno se acercarán al 10% en 2020, prácticamente el doble del nivel en 2016.

De acuerdo con el análisis del comportamiento macroeconómico de Ecuador, se tiene la perspectiva de que haya un crecimiento promedio de solo 0.6%, entre 2015-2019, lo que sustenta las recrudescidas restricciones económicas para el país mientras intenta distanciarse del modelo de crecimiento liderado por la inversión del sector público bajo la administración de ex -presidente Rafael Correa.

#### **1.2.4. Horizonte temporal**

Cuando se están proyectando los FCL de los diferentes períodos, llega un momento en que no hay más información para sustentar las cifras del siguiente período, ya sea porque no se dispone de amplias proyecciones macroeconómicas o porque no se tiene información sobre el plan de negocio de la empresa más allá

de un determinado horizonte. En ese caso se tiene que separar el horizonte de proyección del FCL en los dos bloques siguientes:

- a) Período Relevante (explícito).
- b) Período de Perpetuidad.

#### **a) Período Explícito**

Es el lapso para el cual el flujo de caja libre puede ser calculado de manera que las diferentes cifras que lo conforman sean explicables y defendibles y está asociado con dos variables.

1.- El escenario macroeconómico sobre las principales variables de la economía que afectan los resultados de la empresa, tales como, la inflación, la devaluación, el producto interno bruto y tasas de interés, entre otras. Información generalmente que está disponible en los medios, ya que muchas entidades tanto locales, como internacionales, publican sus opiniones al respecto. Localmente, el Banco Central y la oficina de Planeación Nacional de diferentes países son una primera fuente de consulta con respecto a estos indicadores.

Entidades privadas como las asociaciones industriales, comerciales y bancarias o centros de investigación de las universidades son otra fuente alternativa de información. Internacionalmente, entidades como la OCDE, el FMI y el Banco Mundial o empresas privadas que operan en el mercado financiero como Merrill Lynch, JP Morgan y Salomón Smith Barney, entre muchas otras, emiten conceptos con respecto a las expectativas económicas de los diferentes países. La revista *The Economist* a través de su Unidad de Inteligencia Económica, es

igualmente, una acreditada fuente de información. Sin embargo, la mayor parte de ésta, no está disponible en forma gratuita o estándolo, su recolección puede ser costosa. Es por ello que existen muchas empresas que se especializan en recolectar y vender esta información, completándola con sus propios análisis. Para el caso de Latinoamérica una de estas empresas es el *Latín Focus Consensus Forecast*, la que, mediante previa suscripción anual, provee mensualmente de información actualizada sobre todos los países de la región, lo mismo que proyecciones a cinco años de las principales variables macroeconómicas.

Generalmente las proyecciones macroeconómicas disponibles no trascienden de un período de cinco años. Ese sería el máximo lapso de tiempo para el que podrían proyectarse de manera detallada los diferentes componentes del flujo de caja libre, y para el que dichas expectativas económicas, permiten estimar aspectos tales como: crecimiento de precios, costos y gastos, costo de deuda, monto de las inversiones en moneda extranjera, etc.

2.- La segunda variable asociada con la amplitud del período relevante es el plan de desarrollo de la empresa, también conocido como plan de negocios, plan estratégico o simplemente plan de largo plazo. El período relevante de proyección refleja, en forma detallada, el efecto de este plan sobre el flujo de caja libre de la empresa. Y dado que el Plan de Desarrollo es la expresión del direccionamiento estratégico de la empresa, podría decirse que el período relevante finalmente refleja el efecto esperado de dicho direccionamiento.

Un plan de negocios es un documento que especifica de manera ordenada cuestiones operacionales y financieros de una empresa. Permite determinar la situación actual, hacia dónde se quiere ir, y cuánto falta para llegar a la meta u objetivos establecidos.

Fleitman, (2015) plantea que un plan de negocios es un instrumento clave y fundamental para el éxito empresarial, ya que es muy difícil emprender o crecer en un negocio de manera exitosa sin tener un plan detallado que contenga información histórica y comparativa, con datos estadísticos y gráficos de los últimos cinco años, sobre diferentes aspectos de la empresa y del mercado. Contando con los datos de este período de tiempo el plan constituye una guía para el inicio de las operaciones y posterior desarrollo de las actividades relacionadas con la misión de la empresa.

Desde el punto de vista de la estructura según Bravo (2015) no existe una única forma para desarrollar un plan de negocios, ya que cada empresa tiene características propias las cuales van a definir la mejor disposición para él. A pesar de estas diferencias Montoya, de Arias y Lozada. (2009) opinan que estos planes poseen una serie de elementos en común, los que posibilitan una evaluación integral de los riesgos y oportunidades planteadas con la operación, consideran además que su diseño resulta una tarea complicada que requiere prestar atención tanto a su diseño como contenido y sugieren se tengan en cuenta aspectos como: claridad, objetividad, generalidad, consistencia y presentación.

Por su parte Viniegra (2007) afirman que todos los planes de negocios poseen una estructura básica que contiene a su vez una serie de planes individuales, los que abarcan:

Descripción general de la empresa.

Plan del producto y/o servicio.

Plan de marketing y ventas.

Plan administrativo.

Plan operativo.

Plan financiero.

Plan legal.

Si el plan de negocios de la empresa tuviera un horizonte mayor que el de las proyecciones macroeconómicas disponible que, como ya se explicó, es generalmente de cinco años, en los años posteriores al quinto se asumirían indicadores económicos iguales al del último año disponible. Para tal caso, se estaría considerando entonces una inflación y devaluación a largo plazo en condiciones de paridad cambiaria y un crecimiento esperado de la economía a largo plazo, necesario para lograr los grandes objetivos del país a largo plazo, como son: disminución del desempleo, ampliación de la cobertura educativa y de salud, sostenibilidad de la balanza comercial, balanza de pagos, balanza de capitales, etc.

#### **b) Período de Perpetuidad, o Valor Residual o terminal**

$$\text{Valor residual o terminal} = \frac{x(1+g)}{(i-g)}$$

El valor terminal de un negocio representa la perpetuidad de los flujos de caja, y comprende su valor más allá del período proyectado explícito. En la práctica, el valor residual es frecuentemente calculado como sigue:

- a) Utilizando el modelo de Gordon.
- b) Utilizando un múltiplo residual.

Los cuales se argumentan a continuación:

- a) **El modelo de Gordon:** basado en el supuesto de que el crecimiento de los flujos de caja libres futuros será constante. Así, se ha de estimar la tasa de crecimiento que el negocio experimentará después del período proyectado explícito. Cualquier error en la estimación de la tasa de crecimiento puede tener una influencia muy relevante sobre el valor residual, particularmente en compañías de alto crecimiento. Desafortunadamente, las tasas de crecimiento son siempre difíciles de calcular en el largo plazo y, por consiguiente, los flujos de caja libres también. Bajo unas condiciones estables, la tasa de crecimiento vendrá dada por la tasa de nuevas inversiones netas, que será similar, o cercana, a la tasa de crecimiento del mercado de la compañía.

Esta forma de cálculo del valor residual consta de dos partes: primero se calcula una renta perpetua utilizando los crecimientos arriba discutidos y después se trae ésta a valor presente. Es importante, para su cálculo tomar el último flujo de caja libre que se haya pronosticado y se calcula en la perpetuidad y posteriormente se trae al valor actual, es así como se debe obtener (g) o conocida

como tasa de crecimiento razonable, y que se entiende a partir de cómo se proyecta e incrementa en forma constante, ese flujo de caja. Se debe tener presente, que el incremento proyectado se debe comparar con la Inflación y el PIB (producto interno bruto) del país donde se ubica la compañía.

b) **Múltiplo Residual:** debe reflejar las peculiaridades de la firma en el año  $n + 1$  y podría ser cualquier múltiplo basado en el valor de negocio. Este enfoque puede sustentarse en múltiplos sobre precios actuales o futuros. Generalmente se utilizan múltiplos sobre variables financieras como el EBITDA o BAAII (Beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos), el beneficio neto, o un valor más estable (¿conservador?) como el valor en libros, etc.

Es recomendable que la longitud del período de planeamiento se corresponda con la duración de la ventaja competitiva con que la empresa cuenta y que pueda manejar retornos esperados mayores a su costo de capital. La duración del crecimiento es un criterio importante para determinar la longitud del período de planeamiento. Se deben considerar los canales de distribución, alguna marca que la empresa desea que crezca y la investigación y desarrollo, ejemplo de ello son las industrias farmacéuticas, que tienen un período de crecimiento largo, debido a que las patentes de sus productos requieren un proceso e investigación y desarrollo, los cuales traen consigo barreras de entradas.

### 1.2.5. Cálculo del valor económico o estratégico

Chu Rubio, (2019) en su libro Finanzas Aplicadas. Teoría y Práctica, detalla el procedimiento de cálculo de valoración de empresas basada en el flujo de caja, que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Para los empresarios ecuatorianos es muy importante que tengan claro este procedimiento.

Formulas:

Valor presente del periodo de planeamiento:

$$\frac{\text{Flujo de Caja Libre año}_1}{(1+\text{Costo de Capital})^1} + \frac{\text{Flujo de Caja libre año}_2}{(1+\text{Costo de Capital})^2} + \dots + \frac{\text{Flujo de Caja libre año}_t}{(1+\text{Costo de Capital})^t}$$

$$\text{Valor Residual o perpetuo Año}(t) = \frac{\text{Flujo de Caja Libre año}_{t+1}}{\text{Costo de Capital}-\text{Tasa Crecimiento}}$$

#### Ejemplo de aplicación:

La empresa Plásticos Ecuatorianos S.A., tiene una deuda a valor de mercado diciembre del 2018, de \$ 10.000. Tiene 400 acciones emitidas. Sus utilidades netas al 31 de diciembre del 2018 fueron \$ 86.



La utilidad operativa neta fue \$ 846, miles de dólares y los gastos en interés \$1.000. Los gastos de capital fueron de \$ 1.172 miles, los mismos que fueron totalmente depreciados por el mismo aporte.

Los ingresos fueron de \$ 13.070 miles en el 2018 y el capital de trabajo \$ 220 miles. La tasa de crecimiento proyectado es del 8% del 2017 al 2021 y se espera que después tenga un crecimiento del 6%.

**Tabla 17:** *Flujo de Caja Libre Proyectado.*

	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Utilidad Operativa Neta</b>	846	914	987	1066	1151
<b>(-) Capital invertido</b>					
<b>- Depreciación</b>	0	0	0	0	0
<b>(-) Variación capital de trabajo</b>	17	19	20	22	23
<b>= Flujo de Caja Libre</b>	829	895	967	1044	1128

**Fuente:** Modelo del profesor Manuel Chu Rubio (2019).

- a) Los flujos de caja libre se llevan al valor presente neto, cuya tasa de descuento es del 10.11%.

Valor Presente del flujo de caja libre al 10.11% = \$ 3.623

Se espera que el ratio de deuda baje a un 30% para 2018 y el costo de capital por lo tanto sería de 10.29%.

- b) Se calcula el flujo terminal o perpetuidad, en primer lugar, el valor de \$ 1.202 se descuenta al costo del Wacc de 10.29%, menos la tasa de crecimiento del 0.06%

El flujo de caja estimado para el 2018 es de \$ 1.202 miles.

$$\frac{\text{Flujo Caja Libre}_{t=1}}{WACC - g_n} = \text{Valor terminal, residual o perpetuo}$$

Valor actual del valor terminal, residual o perpetuo =  $\frac{\text{Valor terminal}}{(1+WACC)^n}$

$$\frac{\$1.202}{(0,1029 - 0,06)} = \$ 28018$$

c) Luego el valor perpetuo se lo lleva a valor presente.

$$\frac{\$28.018}{(1 + 0,10111)^5} = \$ 17.309$$

d) Se prepara el resumen:

Valor presente de los Flujos de Caja Libre \$3.623

(+) Valor presente del valor terminal

O continuo de la empresa \$17.309

Valor de la empresa \$20.932

(-) Valor de la deuda a valor de mercado (10.000)

\$10.932

Valor de las acciones  $\frac{\$10.932}{400 \text{ acciones}} = \$27.33$

Valor de la acción = \$ 27.33

### 1.3. ANÁLISIS DEL RIESGO PAÍS

En este epígrafe se va a considerar al Riesgo País desde una concepción amplia, cuyo análisis requiere el estudio de aspectos económicos, financieros, políticos, históricos y sociológicos. Según Iranzo (2008), el Riesgo País es la probabilidad de que se produzca una pérdida financiera por circunstancias macroeconómicas, políticas o sociales, o por desastres naturales, en un país determinado. Para el desarrollo de esta investigación se toman en consideración otras definiciones y normativas como por ejemplo la Circular 4/2004 de 22 de

diciembre, emitida a Entidades de Crédito, sobre Normas de información financiera pública y reservada, y modelo de estados financieros (de España, 2008) documento que respecto al Riesgo País plantea que éste es el riesgo de crédito (riesgo de impago) que concurre en los clientes residentes en un determinado país por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual. Refiere que éste comprende el riesgo de impago de la deuda externa soberana (riesgo soberano), y de la deuda externa privada cuando el riesgo de crédito se debe a circunstancias ajenas a la situación de solvencia o liquidez del deudor privado.

Para Anzil, (2010) el Riesgo País es un índice que intenta medir el grado de riesgo que entraña un país para las inversiones extranjeras. Este autor argumenta que el índice de Riesgo País es un indicador simplificado e imperfecto de la situación económica específica de cada país, que es utilizado por los inversores internacionales como un elemento más para tomar decisiones. A su cálculo se dedican distintas entidades financieras, por lo general calificadoras internacionales de riesgo, entre ellas destacan Moody's, Standard y Poor's, y J.P. Morgan. Estas son un referente de análisis para la toma de decisiones frente a movimientos financieros y de inversión en el país y en el exterior (Limas Suárez, Ávila, y Anderson, 2018). También, existen empresas que realizan este cálculo, como Euromoney o Institucional Investor. Cada una de ellas tiene su propio método, aunque por lo general arriban a resultados similares.

Por su parte Asobancaria (2016) plantea que el Riesgo País evalúa la posibilidad de incumplimiento de las obligaciones financieras de un país, debido a factores que van más allá de los riesgos propios de un préstamo. Así a mayor riesgo, menor calificación favorable para el país en cuestión. Situación que influirá en aspectos como la inversión extranjera o el acceso a financiación internacional; variables importantes para la producción de bienes y servicios, así como para crear mayor número de empleos. El Riesgo País tiene en cuenta variables relacionadas con el entorno macroeconómico, la estabilidad política y el marco jurídico e institucional.

En tal sentido podemos añadir a las definiciones anteriores, las aseveraciones que indican que existen diferentes formas de medir el Riesgo País; ya sea a través de índices sobre las tasas de interés, el tipo de cambio, la estabilidad macroeconómica y los componentes de credibilidad de la política económica elaborados por los bancos internacionales y las calificadoras de crédito (Rosas Chimal, y Flores Ortega, 2017).

En numerosos estudios se tiende a identificar el Riesgo País y Riesgo Soberano como sinónimos, pero con el propósito de aclarar ambos conceptos, se resumen las siguientes tres definiciones: Riesgo País, Riesgo Soberano y Riesgo No Soberano.

El Riesgo País constituye un concepto muy amplio, que incluye tanto el Riesgo Soberano como el de transferencia, y otros más procedentes de la

actividad financiera internacional. Su análisis requiere el estudio de múltiples áreas, como la economía, las finanzas, la política y la historia. proviene de la exposición a dificultades de repago en una operación de endeudamiento con acreedores extranjeros o con deuda, emitida fuera del país de origen. Este concepto es más amplio puesto que califica tanto a deudores públicos como privados.

En la Memoria Anual de Banco Pichincha (del Pichincha, 2018) se incluye que el riesgo país, medido por el Emerging Market Bonds Index (EMBI), tuvo un nivel promedio de 642 puntos básicos en 2018, cifra mayor a la reconocida en 2017 con 626 puntos básicos. Esto, a pesar del aumento del precio del petróleo y la correlación positiva entre el EMBI y dicho precio. La mayor percepción de riesgo con relación a las economías emergentes de manera general podría haber influido en el aumento del nivel de riesgo país con respecto a 2017.

El comportamiento del riesgo país depende de diversos factores como el precio del petróleo y constituye una fuente de financiamiento muy importante para el país, así como la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos. Según (Tapia, 2019) el indicador de Riesgo País alcanzó 777 puntos en octubre de 2019, resultando ser 110 puntos más que en la jornada anterior, variación influenciada por mermas en la producción de petróleo y por un contexto de paralización y huelgas en el país, en respuesta a medidas económicas recién implantadas que incluyen eliminación del subsidio a las gasolinas y al diésel.

De acuerdo con las revisiones de (Valora Analitik, 2019) sobre la perspectiva de Ecuador desde estable hasta negativo, y sus calificaciones de incumplimiento (las calificaciones de incumplimientos del emisor -IDR or Issuer default rating) como emisor en moneda extranjera y local a largo plazo en B, evidencian las necesidades de financiación fiscal relativamente elevado para 2019-2020, así como la elevación incierta del Riesgo Soberano a las fuentes de financiación en el contexto de condiciones globales más precisas. Emplear la alternativa de una consolidación fiscal más rápida para reducir la brecha de financiación resulta difícil e incierta, sobre todo porque provocaría retos añadidos para la perspectiva económica y política del país. Las necesidades financieras de 2019 en Ecuador incluyen un déficit fiscal estimado en US\$3.7 mil millones, en amortizaciones US\$3.9 mil millones y en ventas anticipadas de petróleo y otras obligaciones US\$1.4 mil millones, lo que suma unos US\$9 mil millones. La evolución del riesgo país del Ecuador puede verse en la figura 9.

**Figura 9:** Evolución del Riesgo País.



**Fuente:** Diario Expreso - Ecuador (2019).

Sebastián (2019) ha identificado en 2019 una gran volatilidad, dicho planteamiento lo ilustran los resultados de la figura 9, donde se muestra el comportamiento y/o evolución del indicador Riesgo País en Ecuador, destacando en ella que, a partir del mes de septiembre, este indicador ha sobrepasado valores que alcanzaba el país en la última etapa de administración del expresidente, Rafael Correa. Bajo el gobierno de la nueva administración, se ha notado que el pasado 15 de agosto, este indicador marcaba su pico de 742 puntos, aunque también es importante señalar que, en las últimas semanas, dicho indicador, ha ido disminuyendo, llegando el pasado 5 de septiembre a la cifra de 640 puntos básicos, pero aun muy por encima de los valores en torno a los 500 puntos que se mostraban en los cinco meses anteriores.

Según Medrana (2019) el endeudamiento con organismos multilaterales ha ido mejorando sus niveles de confianza en la economía ecuatoriana, lo que se evidencia en la reducción del Riesgo País, pues la tasa a la cual Ecuador contrajo su última deuda es menor a la de las colocaciones de bonos soberanos emitidas en los mercados internacionales. El enero 2019 se colocaron \$ 1.000 millones mediante bonos soberanos a una tasa de 10,75%. Como efecto, el riesgo aumentó hasta los 730 puntos, a solo un mes posterior del mismo año y se negociaron \$ 10.200 millones a una tasa de 5%, lo que redujo el Riesgo País en 100 puntos, hasta los 630, cifras que muestran la disminución progresiva de éste. Esto responde a la confianza que se genera a partir de la adquisición crediticia con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y otros multilaterales por más de \$ 10.000 millones a una tasa de interés de 5%. Contraer deuda barata es fundamental para mejorar el Riesgo País, pues las colocaciones de bonos soberanos que se

realizaron en el periodo 2014-2019 tenían altas tasas de interés, con cifras menores a los \$ 2.000 millones y plazos entre 5 y 10 años. Además de negociar deudas a un bajo costo de capital, los tomadores de política pública también deben garantizar seguridad en la economía para atraer nuevos inversionistas, por lo que el déficit e insostenibilidad fiscal se convierten en un repelente (o desincentivo) de capitales extranjeros por la incertidumbre que se produce.

Según la figura 10, el Riesgo País del Ecuador, tienen su causa y efecto e impacto negativo en la inversión extranjera directa. Por su parte, en la figura 11 recogemos la evolución cuantitativa y temporal del mismo.

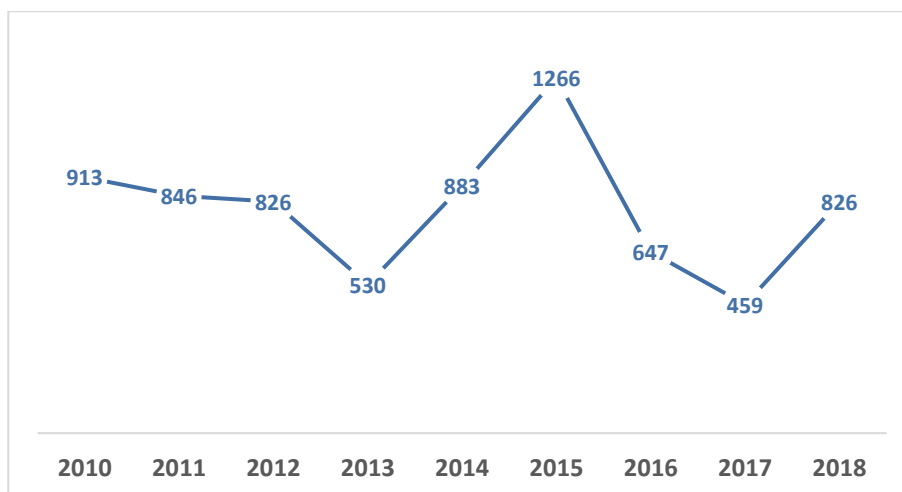
**Figura 10:** Riesgo País, Causa y Efecto.



**Fuente:** Elaboración Propia.



**Figura 11:** Riesgo País del Ecuador.



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Ecuador.

Otro aspecto de Riesgo País se asocia a la volatilidad en la variación no anticipada en los niveles de inversión pública y privada, de origen doméstico o extranjero y financiada con capital propio o con préstamos del extranjero. Es un riesgo total con dos componentes: sistemático y no sistemático o diversificable.

El riesgo sistemático es inherente a un mercado en su totalidad. Por ejemplo: en una gran crisis financiera o en un «crack bursátil» todas las acciones tienden a bajar de manera simultánea. Éste se puede mitigar a través de una estrategia de asignación, o sea, invertir en mercados distintos, como bonos y acciones, o también a través de coberturas o estrategias que implican instrumentos derivados.

Se está ante un riesgo no sistemático o diversificable, cuando se refiere a aquellos causados por la propia actividad de la empresa, ya sea por negocio,

deuda, especulación, o volatilidad. Por ejemplo, cuando se invierte solamente en el mercado accionario.

A modo de resumen pudiera plantearse que, a la hora de gestionar una cartera de inversiones, se debe tener presente que hay un tipo de riesgo que no se puede controlar (el riesgo sistemático), mientras que hay otros que sí se pueden al menos minimizar mediante la diversificación (riesgo no sistemático).

El Riesgo Soberano es un caso particular del Riesgo País y califica a las deudas garantizadas por el gobierno o un agente gubernamental, mientras que, el Riesgo No Soberano califica a las deudas de las corporaciones o empresas privadas.

Otro rasgo del Riesgo Soberano visto dentro del Riesgo País es que sólo considera la volatilidad en las variaciones no anticipadas en los flujos de inversión pública producto de una exposición al riesgo soberano y una mayor volatilidad en las variaciones no anticipadas de la prima por riesgo soberano. Por tanto, el Riesgo País involucra a todos los agentes (públicos y privados) que financian sus inversiones con capital propio o con préstamos extranjeros. En cambio, el Riesgo Soberano solamente involucra la inversión pública donde su principal o único componente será siempre el sistemático.

### **1.3.1. Riesgo Comercial y Riesgo Crediticio.**

El Riesgo Comercial, proviene de alguna transacción o actividad comercial (de intercambio de bienes y servicios, emisión de deuda o inversión) o por operaciones fuera del país deudor, que eleven la probabilidad de una pérdida.

El Riesgo Crediticio, se refiere a actividades crediticias y evalúa la probabilidad de incumplimiento en los compromisos de una deuda.

### **1.3.2. Riesgo Político y Riesgo Financiero**

El Riesgo Político resulta de la inestabilidad política y social que puede afectar el ingreso de inversión extranjera y el repago de la deuda, así como la voluntad de pago por parte del gobierno.

El Riesgo Financiero refleja potenciales pérdidas ante controles de cambios, expropiaciones, atrasos o problemas operativos en el pago por parte del sistema financiero local.

### **1.3.3. Riesgo de Transferencia y Riesgo de Pago.**

El Riesgo de Transferencia es la imposibilidad de acceder a divisas, porque la economía tiene un fuerte déficit de Balanza de Pagos y no tiene reservas

internacionales para financiarlo. Este riesgo está relacionado a los controles impuestos sobre los flujos de capitales.

El Riesgo de Pago ocurre cuando el sector público se encuentra imposibilitado de cumplir con el servicio de la deuda, debido a que el estado de las cuentas fiscales es de déficit y dicho déficit no puede ser financiado ni a través del mercado doméstico ni del internacional.

#### **1.3.4. Riesgo Económico y Riesgo de Ejecución**

El Riesgo Económico refleja la posibilidad de incumplimiento al encontrarse debilitada interna y externamente la economía de un país.

El Riesgo de Ejecución surge de posibles pérdidas por dificultades en el procedimiento de pago ocasionadas por problemas técnicos, aspectos sociales, marco político, así como por el contexto geopolítico.

#### **1.3.5. Cálculos del Riesgo País según las calificadoras de riesgos internacionales**

Los informes sobre Riesgo País poseen una incuestionable importancia, estos pueden encontrarse disponibles tanto en fuentes externas como internas. Las primeras resultan muy confiables porque ofrecen análisis macroeconómicos que expresan entre otros aspectos la situación económica, política e

institucional de los países en cuestión. Las segundas poseen determinadas ventajas comparativas, ya que sus informes ofrecen minuciosos datos actualizados sobre la situación de las sucursales locales de bancos que evalúan tanto los riesgos como las oportunidades (Bouchet, Villena, y Ríos, 2007).

Actualmente existen diversas empresas e instituciones calificadoras que comprenden dentro de sus objetivos el cálculo, análisis y calificación del Riesgo País. Cada una de ellas aplica sus propias metodologías, aunque por lo general arriban a resultados similares. Según Bouchet, Villena, y Ríos, (2007), pudiera mencionarse al *World Economic Forum*, establecida en Ginebra, Suiza, como ejemplo concreto de alguna de ellas. En este caso, se está especializada en ofrecer una clasificación de los países en relación con su competitividad en el mundo. La forma de calificación empleada está relacionada con una puntuación de 0 a 100, donde 100 resulta la menor posibilidad de incumplimiento de deuda.

Otras instituciones que destacan son: el Grupo de Servicios de Riesgo Político, que desde 1979 ha provisto a los inversionistas de información y de los análisis necesarios para evaluar y pronosticar el riesgo de inversión en los países emergentes. Bouchet, Villena, y Ríos, (2007) señalan que al menos 100 países reciben un informe mensual sobre riesgos políticos, en el que se incluye un reporte sobre la estabilidad del gobierno, corrupción, el terrorismo, malestar social y la división de clases sociales. Por su parte, la Unidad de Inteligencia Económica, establecida en Londres, facilita pronósticos macroeconómicos globales e informes a más de 190 países y otros sectores industriales. En cuanto

a mercados emergentes, la *Lehman Brothers*, elabora para unos veinte países, índices de comportamientos mensuales sobre la estabilidad relativa; en ellos combinan teorías de las ciencias políticas con el estudio de la evolución de los mercados financieros.

Pero ante la interrogante ¿Cuál es el objetivo esencial de las calificadoras de riesgos? Podría acotarse que éste radica en transformar un número de observaciones (Método Delphi) o indicadores cuantitativos en un promedio de factores que se reduzcan a tan solo un número. Esta evaluación toma en consideración la capacidad y la voluntad para cumplir los pagos, así como las emisiones de bonos soberanos de vencimientos específicos.

### **1.3.6. Medición del Riesgo País: EMBI y EMBI+**

Según la literatura consultada y la praxis, se puede apreciar que frecuentemente se aplican diferentes formas de medir el riesgo país, ya sea a partir de índices, o bien, a través de las calificadoras de crédito. Un índice muy empleado en el mercado es el *Emerging Markets Bond Index* (EMBI+) (Morgan, 1999). Dicho índice puede emplearse como referencia cuando se estima la evolución del mercado de deuda emergente y además posibilita el estudio del comportamiento de una canasta de bonos que conforman la deuda de los países emergentes.

Por otro lado, permite visualizar el rendimiento de estos bonos, y el diferencial (*spread*) en puntos básicos con respecto a una canasta de bonos libre

de riesgo. Contiene instrumentos de deuda tales como los Bonos Brady, los Eurobonos, los que se denominan en dólares, así como los emitidos en los mercados locales y otros préstamos.

El EMBI Plus (EMBI+) es un índice transparente que representa las oportunidades disponibles para los inversores. Asigna un mayor peso a las fluctuaciones de la deuda de países cuya importancia es relativamente mayor en el total del mercado. Es decir, determina el peso de cada emisión de deuda, así como el peso por país tomando en cuenta la capitalización del mercado. Los instrumentos que forman parte del índice EMBI+ deben estar denominados en dólares, tener una cantidad pendiente de pago no menor a 500 millones de dólares, cumplir ciertos requisitos de liquidez y al menos restar hasta el vencimiento dos años y medio. Para que un país forme parte del EMBI+, debe ser calificado según *Moody's Investor Service* y *Standard y Poor's* con calificaciones Baa1 / BBB+ o por debajo de dichas evaluaciones. En cuanto a lo que se refiere a las reglas de liquidez, se toma una canasta de bonos líquidos, cada uno capaz de ser comprado y vendido en unos períodos muy cortos y cotizados por el mercado con bajos diferenciales de compra o venta.

De acuerdo con Iranzo, (2008) el Riesgo País constituye una parte fundamental del análisis que se realiza para determinar y asignar una calificación soberana. En tal sentido plantean que la calificación soberana guarda mayor relación con el tema de la capacidad de pagar oportunamente los compromisos, mientras que el Riesgo País se vincula más con el clima de los negocios en su expresión más amplia.

Un aspecto importante sería cuestionarse si las calificaciones son buenas predictivas de la probabilidad de cumplimiento de los activos. Para su acertada respuesta se apela a la afirmación de que aquellas calificaciones, ubicadas en B, podrían tener grandes problemas futuros si ocurren dos situaciones: la primera si los mercados dejan de tener la liquidez que se habría estado observando; y la segunda, si el ritmo de crecimiento económico global se deteriora.

Otro aspecto a tener en cuenta es el relacionado con la forma en que evolucionarán las calificaciones y la correspondencia que guardarán con los temas de crecimiento económico, precios de materias primas (*commodities*) y la liquidez de los mercados financieros internacionales, además de mantener la atención sobre el posible mejoramiento del Riesgo País, valorando el costo que representa para cualquier entidad hacer un negocio en un determinado país. Esto implica no solamente estimar los tiempos, sino también la certidumbre jurídica, la generación de un ambiente que posibilite un mejor clima para los negocios, en donde los factores educación y tecnología son importantes. Así como el grado de inversión del país, su disciplina fiscal y el ambiente político.

En tal sentido se entiende que cuantas más entidades sean calificadas, se otorgará mayor transparencia al mercado, lo que contribuirá a ir desarrollando no solamente los países como tal, sino también a las entidades particulares que buscan la calificación; y de esta manera proporcionar confianza a los inversionistas. Y a su vez una mejora en las calificaciones tiene relación con la probabilidad de incumplimiento en la medida de cómo se van moviendo las



calificaciones en las diversas escalas, es decir cuando los niveles son más bajos, existe una mayor probabilidad de incumplimiento; lo que redundará en que los inversionistas demandarán una prima mayor por ello.

De manera general la calificación de Riesgo País, constituye todo un proceso orientado a establecer la voluntad y capacidad de pago de otras economías. Para su aplicación por lo general se incluyen tres subíndices riesgo: riesgo económico, riesgo financiero y riesgo político. Estos son ponderados a través de indicadores específicos para lograr una calificación total. Como parte de este proceso se toman en consideración además elementos subjetivos, principalmente en los aspectos cualitativos (particularmente en el riesgo político) y en la determinación de las ponderaciones de cada indicador. El componente cualitativo es el que incide mayormente en las diferencias en calificación, de unas calificadoras de riesgo a otras. Por su parte, la práctica demuestra que el subíndice de riesgo político también posee una ponderación elevada en la calificación global de riesgo.

### **1.3.7. Análisis del Riesgo País para ser incluido en la Tasa de Descuento o en el Flujo de Caja de la Empresa**

En epígrafes anteriores se han abordado aspectos relacionados con la concepción de Riesgo País y otros afines, que conducen al esclarecimiento sobre la eficacia de incluirlo en la valoración de empresas, en la estimación de la tasa de descuento o en la estimación de los flujos de caja libre.

En este particular se coincide con los criterios confrontados de diversos expertos en el tema, quienes reconocen que es práctico observar el Riesgo País y sumarlo a la tasa, pero que, en casos como Ecuador, este es un tema que merece una profunda revisión, ya que sumar un Riesgo País de 6000 puntos (60%) a la tasa de descuento no tiene sentido, pues a su modo de ver no cree que haya negocio lícito que enfrente tanto riesgo como el que poseen los tenedores de deuda ecuatoriana.

Resulta evidente la preocupación y ocupación tanto para teóricos estudiosos del tema, como para los empresarios en la praxis, sobre la inclusión o no del Riesgo País en la valoración de empresas en mercados emergentes.

En este particular lo relevante es que su inclusión como una prima en la estimación de los costos de capital propio para inversionistas que no han diversificado su portafolio, solo debe relacionarse a la componente sistemática del Riesgo País, más no así, a la componente específica que la misma empresa puede eliminar. La finalidad del modelo es tomar en cuenta solo el riesgo sistemático presente dentro del Riesgo País.

Estos planteamientos tienen sus bases en la premisa de que no es correcto tomar en cuenta todo el Riesgo País, sino aquella parte que no se puede eliminar mediante la diversificación. Así como para determinar su porción sistemática, donde se compara la volatilidad del mercado emergente respecto al mercado de referencia, por ejemplo, el mercado americano ( $\beta$  Ecuador, EEUU).

De tal manera, la tasa del Riesgo País surge de la diferencia entre dos tasas promedio, como son la TIR de los títulos comparados. El título o los títulos utilizados para obtener el Riesgo País tienen una duración que puede no coincidir con la duración de la valoración de una empresa o activos analizados. La duración es una medida de la vida del bono que básicamente tiene en cuenta el plazo del vencimiento. Esta diferencia conduce a una sobrevaluación o subvaluación del activo analizado. Esto se confirma observando la curva de rendimiento del país emergente; en particular, incluir directamente el Riesgo País en la tasa de descuento para la valoración de una empresa, en un país en default, puede conducir en ocasiones a tasas extravagantes. Muchos autores, han criticado por su falta de consistencia técnica la incorporación del Riesgo País como un factor separado para determinar los rendimientos esperados en un país emergente.

A criterios de Sequeda, (2014) si la compañía es privada, y con un alto grado de endeudamiento se puede aplicar la tasa, producto del costo promedio ponderado de capital *Weighted Average Costo of Capital (WACC)*; mientras que si no tiene mayor endeudamiento se recomienda la aplicación del *Capital Asset Model Pricing (CAMP)*  $\beta$ , pero debidamente calculado, bien sea ubicando la compañía en el grupo de empresas que tengan sus mismas características en el mercado para efectos de tomar el beta que lo afecta o calculando un beta contable con el comportamiento del valor de su patrimonio en los años anteriores. Cuando la compañía cotiza en el mercado público, se recomienda la tasa de descuento de acuerdo con el modelo de valoración o de precios de activos de capital CAMP.

$$K_s = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Damodaran, (2002) propone un modelo en el que intenta separar el componente sistemático del no sistemático mediante el parámetro “lambda”. Este constituye una alternativa importante, aunque en la práctica resulta difícil para los inversionistas bursátiles estimar dicho parámetro ya que no se cuenta con suficiente información al respecto. La estimación del modelo de Damodaran y de este parámetro en general está sujeta a que el país emergente cuente con una deuda denominada en dólares, como resulta precisamente en el caso de Ecuador.

A continuación, se esboza concretamente la situación de Ecuador en este sentido:

Ecuador en 2016, presenta una debilidad en la economía dada fundamentalmente por la caída de los precios del petróleo, y ha sido un factor determinante para el debilitamiento de las economías de la región. Este desplome se debe al exceso de oferta y una débil demanda, la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo –OPEP- de mantener la producción (30 millones de barriles diarios), la preocupación respecto a una interrupción del suministro por causas geopolíticas, y la apreciación del dólar estadounidense.

Estos factores han impactado fuertemente en las economías de los países productores del hidrocarburo como Ecuador, cuya situación se ve agravada por la apreciación del dólar, moneda de curso legal en el país, que encarece las exportaciones. Pero la debacle del precio del petróleo redujo ingresos para el presupuesto General del Estado de 2015 y obligó al gobierno a aplicar un ajuste de 2.220 millones de dólares (2,2% del PIB).

Aun así, Ecuador ha intentado salir adelante aplicando acciones creativas, como lo destacan instituciones como la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) que ubicó a Ecuador como un ejemplo de gestión económica, destacando los niveles de inversión pública que apalancan el crecimiento.

Esta situación muestra el caso concreto de Ecuador, en el que, teniendo una economía dolarizada, el Riesgo País no debe ser imputado a la tasa de descuento y confirma que lo importante es incluir en el flujo de caja libre los factores de riesgo sistemáticos.

Para determinar la tasa óptima de descuento según Sequeda, R. (2014), se debe tener en cuenta el estado de la economía (desarrollada, emergente o en desarrollo) en donde la compañía funciona. En economías desarrolladas lo mejor es aplicar CAPM, en economías en vías de desarrollo o emergentes se puede aplicar también CAPM, solo que se deben valorar muy bien las circunstancias para su aplicación. Sin embargo, cuando la economía es muy débil en caso de utilizar CAPM, se recomienda agregar el Riesgo País. Mientras que si se aplica el WACC (a menos que la gran parte del financiamiento sea en dólares), no es necesario agregarle nada más. Teniendo presente las consideraciones mencionadas, resulta prudente cuestionarse si se debe incluir el Riesgo País en la estimación de los flujos de caja de una valoración de empresa. Para su respuesta se parte del entendimiento que, la incorporación de los riesgos en el flujo de caja libre es una aproximación más consistente desde un punto de vista científico. Cuando se trabaja con escenarios de probabilidad ponderada, se incorpora el riesgo en el

flujo de efectivo con un fundamento más sólido acerca de cómo puede ser creado o destruido su valor, antes que incorporar el Riesgo País como una caja negra en la tasa de descuento.

Según Copeland, Koller, y Murrin, (1990) una manera de incluir el Riesgo País es mediante una labor prospectiva de elaboración de escenarios mutuamente excluyentes y conjuntamente exhaustivos que proyecten los flujos de caja. En tal sentido debe ser considerada la componente sistemática del Riesgo País y las variables exógenas que pueden afectar los flujos de caja libre de la valoración de empresas. De esta forma no existe el problema de sumar una prima por riesgo soberano o una prima por capital propio ya que se incluye el efecto en los flujos de caja libre, no así en la tasa de descuento.

Para incorporar los riesgos en el flujo de efectivo de manera coherente, Dumrauf, (2010) plantea que se deben usar los factores macroeconómicos para construir escenarios, ya que ellos afectan la performance de las industrias en los mercados emergentes. Para este autor las variables macroeconómicas que deben incluirse son: inflación, evolución del PIB, tipo de cambio, tasa de interés. Estas variables deben trabajarse a su vez con una ligazón coherente. Por ejemplo, el crecimiento y la inflación son variables que normalmente influyen en el tipo de cambio (el crecimiento del PBI genera un crecimiento en las importaciones que normalmente contribuyen a aumentar el tipo de cambio, del mismo modo que la inflación suele estar influida por éste). En definitiva, cada una de las variables macroeconómicas conduce a un cambio en el flujo de efectivo, cuyos ítems más afectados resultan ser las ventas, los gastos, el fondo de maniobra, los gastos de

capital y los servicios de la deuda. Las variables deben estar ligadas a las variables macroeconómicas de manera que cuando alguna de éstas se modifica, automáticamente se ajusta el ítem correspondiente en el flujo de efectivo. Por lo tanto, si se castigan los flujos de caja, no tiene sentido incrementar la tasa de descuento, ya que se estaría duplicando el efecto.

Al respecto El Profesor Azul (2008) reflexiona sobre el Riesgo País y las limitaciones de la aplicación del modelo original del CAPM en el caso de mercados de valores poco desarrollados:

(1) La imposibilidad de estimar la beta a partir de precios históricos en la misma economía.

(2) La imposibilidad de calcular la prima por riesgo de mercado a partir de índices bursátiles locales; en ambos casos por falta de presencia bursátil de los títulos, lo que genera series de precios sin movimientos durante varios días, o semanas, sin que eso implique necesariamente que las expectativas sobre los títulos no hayan cambiado durante dichos períodos.

Para ambos casos El Profesor Azul (2008) argumenta, que en el primero se puede recurrir a betas referenciales de la industria que se ajustan según el apalancamiento financiero, apalancamiento operativo, y los impuestos a los que está expuesta la empresa evaluada.

Mientras que para el segundo caso propone ajustar el CAPM o utilizar modelos diferentes, que siguen siendo debatibles como el mismo CAPM.

Con respecto a posibles ajustes al CAPM para reflejar diferencias en riesgo de mercado, en un documento de Damodaran (2008) se presentan diferentes formas en que se puede ajustar el Modelo CAPM para determinar el costo patrimonial en países con mercados de valores poco desarrollados. En este siempre se parte de tener como referencia la prima por riesgo histórica de un mercado desarrollado como el de Estados Unidos y posteriormente el ajuste al país donde se encuentra la empresa o proyecto evaluado.

Entre las alternativas propuestas está que algunas utilizan volatilidades relativas del mercado accionario que se esté evaluando con respecto al estadounidense. Por tanto, cuando un mercado tiene una volatilidad igual a 1.2 veces, la volatilidad del mercado accionario estadounidense, debería tener una prima igual a 1.2 veces la prima estadounidense. Por otro lado, se presenta un modelo que agrega el riesgo país al CAPM (dividido para 100 y en porcentaje, por ejemplo: riesgo país de 700 puntos = 7%).

Estos modelos con volatilidades no se deben utilizar en el caso ecuatoriano porque en este mercado accionario los índices bursátiles muestran poco movimiento por la poca presencia bursátil de los títulos que los conforman. Por lo que aparece como alternativa, agregar el riesgo país al CAPM. Sin embargo, por ser un indicador muy volátil puede darse el caso de que en momentos con riesgo país muy alto, se sobredimensione la tasa de descuento, lo que implicaría castigar mucho los flujos futuros y llegar a que los valores obtenidos en la valoración de la empresa tengan un VAN negativo.



Para el caso específico de Ecuador, El Profesor Azul opina que es práctico observar el riesgo país y sumarlo a la tasa, pero en este caso sumar un riesgo país de 6000 puntos (60%!!!!) a la tasa de descuento carece de sentido, ya que no debe haber negocio lícito que pueda enfrentar tanto riesgo, como el que tienen los tenedores de deuda ecuatoriana. Además, argumenta que el Riesgo País expresado conceptualmente debe reflejar situaciones políticas o económicas específicas del país que imposibiliten el pago de créditos o compras de bienes o servicios a inversionistas o agentes extranjeros. El factor político puede identificarse con la decisión de un gobierno de no pagar cierta deuda, no porque no tenga dinero, sino porque la considera ilegítima. O que restrinja la salida de capitales de manera que las empresas no puedan hacer pago a ciertas obligaciones. Por su parte el factor económico puede identificarse con una devaluación de la moneda local que imposibilite el pago de parte de alguna obligación en moneda extranjera (no aplica para Ecuador, su moneda es el dólar). O que un gobierno se vea afectado por la caída de sus ingresos petroleros de manera que sus recursos sean insuficientes para pagar parte de sus obligaciones externas, o que decida reestructurarlas.

El tradicional indicador de Riesgo País que los mercados toman como referencia (calculado por JP Morgan), en Ecuador se limita a medir el diferencial (*spread*) en el rendimiento de la deuda soberana con respecto al rendimiento de los bonos del tesoro de los EEUU, este se denomina Riesgo Soberano, que es algo menos amplio que el Riesgo País. Este indicador visible de riesgo país, el de JP Morgan (1995) refleja realmente el Riesgo Soberano y puede no incluir ciertos factores que también forman parte del Riesgo País. Estos no influyen de igual

manera en todas las empresas, por lo que incluir el Riesgo País en las tasas de descuento podría tanto sobreestimar como subestimar las tasas. Cuestión que conduce a estar de acuerdo con El Profesor Azul (2008) al afirmar que por un lado si no es lo más factible usar el Riesgo País en la tasa, peor aún es utilizar un indicador impreciso.

Otro aspecto a considerar sobre el Riesgo País, es que este es asimétrico o unilateral, ya que refleja la posible escasez de flujo de efectivo atribuible a problemas económicos, políticos, sociales o legales que con frecuencia aparecen en las economías emergentes. Esta naturaleza unilateral y específica de la firma del Riesgo País, implica que el intento de captar sus efectos en la tasa de descuento equivale a una sobre simplificación del problema. Por ello se considera que este enfoque es insatisfactorio, y se sugiere que el impacto del Riesgo País sobre los valores se incorpore en los flujos de efectivo estimados simulando los efectos de las crisis potenciales. De esta forma se puede volver a la estimación de los valores esperados incondicionales que luego pueden ser descontados con tasas de descuento globales no ajustadas. Y así se podrá modelar el impacto diferencial del Riesgo País para diferentes empresas o industrias.

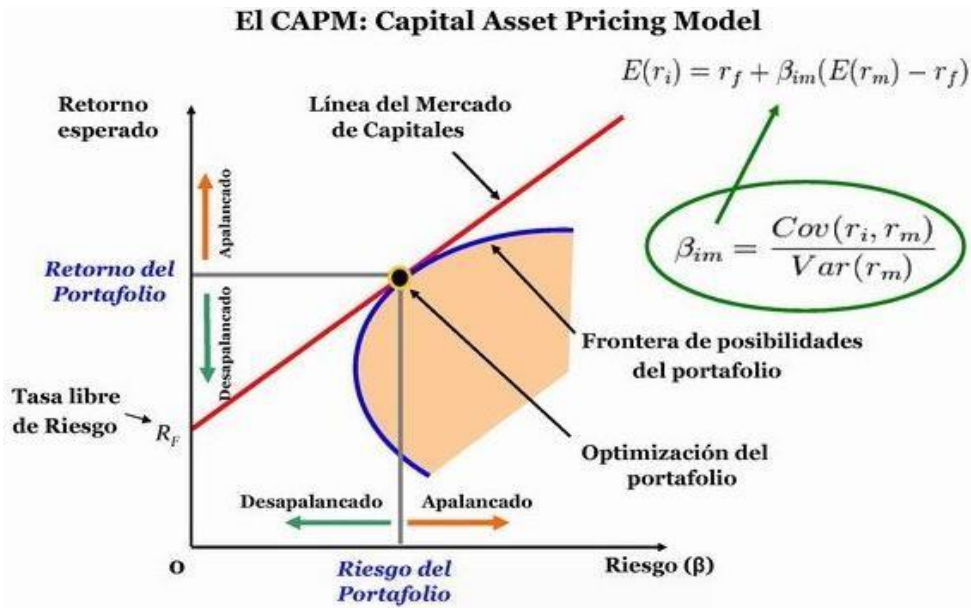
El análisis de varios documentos y la constatación empírica conducen a estar de acuerdo en que diversas metodologías actuales, basadas en los ajustes de la tasa de descuento, presentan varios problemas ya que, por una parte, la práctica de añadir el Riesgo País a las estimaciones del CAPM, quebranta la esencia del modelo relacionado con el reflejo en ellas sólo de los riesgos "simétricos" (o bilaterales) no divisibles. Sin embargo, el Riesgo País no es simétrico y puede ser

al menos parcialmente diversificable (aunque, con respecto a este último, algunos modelos de correlaciones dinámicas entre países dan cierto apoyo a esta visión alternativa). Por otra parte, las técnicas populares suelen ver el impacto del riesgo de mercado emergente en el país, como el mismo para todas las empresas. Sin embargo, existen diversos documentos que argumentan que el efecto del Riesgo País sobre los valores corporativos, debe depender de características específicas de la empresa o de la industria.

### **1.3.8. Adaptaciones del CAPM para su aplicación a Mercados Desarrollados y Emergentes**

En el WACC se incluye el costo de las aportaciones de los accionistas ( $K_e$ ) y la tasa de retorno de las acciones comunes ( $k_e$ ). Uno de los modelos para calcular el costo del patrimonio es el modelo de *The Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que incluye una compensación por el riesgo del mercado, y parte de la base que la tasa de rendimiento requerida para un inversor es igual a la tasa libre de riesgo más una prima de riesgo sistemático (Beta) (Alemany, et al., 2011).

Figura 12: El modelo CAPM desarrollado



**Fuente:** Sharpe (1970), Lintner (1965) y Mossin (1966).

El Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros o *Capital Asset Pricing Model* (conocido como modelo CAPM) constituye una de las herramientas más utilizadas en el área de las finanzas para determinar la tasa de retorno demandada para un cierto activo. En la concepción de este modelo se trabajó en forma simultánea, pero de manera separada, tres economistas principales: William Sharpe, John Lintner y Jan Mossin, quienes tenían en común la influencia de la Teoría del Portafolio de Harry Markowitz, publicada en 1952 y reformulada en 1959. El modelo surge a raíz de la motivación de éstos por el desarrollo de modelos explicativos y predictivos para el comportamiento de los activos financieros. Los resultados de sus investigaciones fueron publicados en diferentes revistas especializadas entre 1964 y 1966.

El CAPM representó un avance al buscar la maximización del retorno de cada acción y obtener con ello un portafolio aún más rentable. Este modelo ofreció una forma sencilla para predecir el riesgo de un activo, separar el riesgo sistemático y el riesgo no sistemático. El riesgo sistemático reseña a la incertidumbre económica general, al entorno, a lo exógeno, a aquello que no se puede controlar, mientras que reseña al riesgo no sistemático, como un riesgo específico de la empresa o del sector económico. O sea, nuestro propio riesgo.

Se pueden clasificar las distintas variantes propuestas en dos categorías:

a) **Modelos de Practicantes:** Los practicantes son aquellas personas que realizan valoraciones cotidianamente, básicamente banqueros de inversión. Estas personas están convencidas de que los países emergentes son más riesgosos. Por lo tanto, el mayor rendimiento esperado de las inversiones en estos países se contabiliza a través del Riesgo País. Esta idea se materializa en la mayoría de las valuaciones agregando una tasa llamada prima por riesgo país a la correspondiente tasa para una inversión equivalente en un mercado desarrollado.

Así, la mayoría de los modelos de practicantes están basados en el CAPM. La más popular es probablemente la siguiente adaptación del CAPM:

$$\text{CAPM} = R_f + B_i * [E(R_m) - R_f]$$

Donde:

CAPM, es el rendimiento esperado del activo i en el país x.

$R_f$ - es una tasa libre de riesgo (generalmente el rendimiento de un US T-Bond).

$B_i$ - es la beta de una compañía similar en un país desarrollado. Generalmente se importa la beta desapalancada y luego se la vuelve a apalancar en base a la estructura de financiamiento de la empresa target.

$E(R_m)$ - es el rendimiento esperado de un portafolio de mercado (generalmente se usa como Proxy al SyP500 o a índices del mercado global como el MSCI – *Morgan Stanley Composite Index*).

Se suceden diversas variantes de este modelo de acuerdo a las estimaciones de los analistas, aunque entre todas tienen que tener en común la estimación de una tasa de descuento usando el CAPM como modelo base, y luego incrementando la resultante tasa de rendimiento requerida con una medida del Riesgo País. Otro particular es que además de agregar la prima por Riesgo País a la tasa de descuento, los analistas también afectan los flujos de fondos con las incertidumbres del país; lo que implica que se contabiliza dos veces el Riesgo País, no siendo esto una práctica muy adecuada.

Agregar alguna clase de prima por Riesgo País al CAPM, no resulta la mejor forma de imputar este riesgo:

1.- El Riesgo País no es el mismo para todos los activos: no se debería aplicar la misma prima a todos los activos de un país en particular. Algunos países tienen mejor reputación en algunos sectores económicos que en otros. Por lo tanto, en los sectores de mayor reputación, la prima debería ser menor.

2.- El Riesgo País no es totalmente sistemático: agregar una prima por Riesgo País a la tasa libre de riesgo y en consecuencia a la tasa obtenida por el CAPM, implica asumir que el Riesgo País es totalmente sistemático o no diversificable. Sin embargo, la evidencia empírica sugiere que los rendimientos de activos que cotizan públicamente en mercados desarrollados y en desarrollo, no están altamente correlacionados. Esto, podría sugerir que al menos una buena porción del Riesgo País es diversificable.

A modo de resumen, se puede plantear que agregar una prima por riesgo país al rendimiento esperado obtenido por el CAPM constituye una adaptación interesante, pero que carece de justificación teórica.

b) **Modelos Académicos:** los modelos académicos tienden a tener enfoques conceptuales y teóricamente más adecuados. Están basados en razonamientos lógicos de cómo la tasa de descuento debe ser estimada dado un conjunto de supuestos. Uno de los supuestos que varía en estos modelos, es el grado de integración de los mercados emergentes con el resto del mundo, y particularmente con los países industrializados. Por lo tanto, estos modelos pueden ser clasificados para mercados segmentados total o parcialmente, o integrados. Esta segmentación se puede observar mediante factores objetivos o restricciones legales, discriminación impositiva y costos transaccionales.

Se puede advertir que, para la determinación de una tasa de descuento, lo más significativo no es la segmentación del mercado, sino, si el inversor está local o globalmente diversificado. Usualmente se considera que un inversor globalmente

diversificado solicitará menor tasa de descuento que un inversor localmente diversificado, debido a que se asume que, en mercados emergentes segmentados, la diversificación local es más embarazosa. En situaciones donde se analiza el caso de inversores globalmente diversificados, si el mercado local es segmentado o no, comienza a ser inmaterial y los activos deben ser siempre evaluados como parte de un portafolio globalmente diversificado.

**Rf** = Tasa libre de riesgo

Para calcular esta tasa se utiliza generalmente el rendimiento actual de los bonos del tesoro público de los Estados Unidos. Esta fórmula es cuestionada con frecuencia ya que los bonos a largo plazo no se encuentran verdaderamente libres de riesgo. Los partidarios de esta afirmación, utilizan el rendimiento de los valores del gobierno a corto plazo. En este caso la desventaja reside en que las tasas de interés a corto plazo, a diferencia de los rendimientos a largo plazo, no reflejan las expectativas sobre futuros cambios en los tipos de interés. Debido a esto, existen diversos elementos que abogan por la utilización de la tasa de interés de los bonos a largo plazo. En la práctica, la tasa libre de riesgo es generalmente admitida como el rendimiento de los bonos del tesoro público a 30 años, por lo que, se asume que los accionistas quieren permanecer en el negocio a largo plazo. El mercado de este tipo de valores es generalmente líquido y el rendimiento, por consiguiente, fiable.



**Tabla 18:** Treasury Yields.

Name	Coupon	Price	Yield	1 Month	1 Year	Time (EDT)
<b>GB3:GOV 3 Month</b>	0.00	1.14	1.15%	20	84	10:33 PM
<b>GB6:GOV 6 Month</b>	0.00	1.09	1.11%	1	68	7/21/2017
<b>GB12:GOV 12 Month</b>	0.00	1.18	1.21%	1	68	7/21/2017
<b>GT2:GOV 2 Year</b>	1.25	99.83	1.34%	0	64	10:33 PM
<b>GT5:GOV 5 Year</b>	1.75	99.75	1.80%	5	69	10:33 PM
<b>GT10:GOV 10 Year</b>	2.38	101.22	2.24%	9	67	10:33 PM
<b>GT30:GOV 30 Year</b>	3.00	103.84	2.81%	9	53	10:33 PM

**Fuente:** Bloomberg Markets. United States. Rates & Bonds (2017).

Yield, el retorno anual del bono a 30 años es 2,81%. Por lo que, si se invierte en valores a largo plazo, se recomienda que se tome en consideración la tasa Libre de Riesgo como en este caso de largo plazo (30 años). Sin embargo, desde una perspectiva de mercado y siempre fundamentada en un soporte académico, se recomienda proponer la utilización de los T-Bonds 10 años que ofrece la Reserva Federal de los Estados Unidos, como el instrumento más apropiado, ya que durante varios años ha sido el activo de largo plazo con los mejores fundamentos para definirlo como sin riesgo de pago. Así mismo, es consistente con el período de estimación de flujos que normalmente se plantean al valorizar empresas. Con relación a esto, Damodaran, (2006) hace referencia al “Principio de Consistencia” que implica utilizar, para el caso de la tasa libre de riesgo, un horizonte temporal similar al que se proyecten los flujos de caja. De igual forma afirma que utilizar el rendimiento del T-Bond de 10 años proporciona una medida razonable para la

tasa libre de riesgo. La factibilidad del uso de este instrumento también la proponen Koller, Goedhart, y Wessels, (2005) argumentando que este instrumento es utilizado por diversos académicos, empresas de valorización, bancos de inversión y agentes de toma de decisiones de inversiones, los que finalmente emiten señales a los mercados y éstos, a su vez, las asumen de manera directa o indirecta.

En sentido general, se plantea que los bonos de los gobiernos de las economías emergentes no son percibidos como libres de riesgo de incumplimiento por los inversionistas, al respecto Damodarán, (2003) fundamenta que los gobiernos no están libres del riesgo de incumplimiento por ser mejores administradores que las empresas privadas, sino porque son ellos quienes manejan la emisión de la moneda. Por su parte Ross, et al., (2009). fundamentan que los gobiernos están en condiciones de crear más impuestos que le permiten cumplir sus obligaciones y de esta forma sus bonos estarán virtualmente libres de riesgo.

**R<sub>p</sub>**= Prima de Riesgo de mercado

Según Fraile et al. (2012) la Prima de Riesgo de Mercado procura medir el premio, que a largo plazo (no un día, o en un año, sino tomando la inversión en la cartera de mercado como una inversión permanente) otorga el mercado, con lo cual, si se está inmerso en una inversión sin riesgo y nos invitan a situarnos hacia activos riesgosos (aunque diversificados), cabría preguntarse, cuál debería ser el premio ofrecido. No es fácil saberlo. Una idea para lograr acercamiento a esto, podría ser intentar medir dicho premio en la historia: cuánto ha pagado el

mercado por encima de la prima libre de riesgo. En ese sentido, habría que medir esa diferencia o *spread* y calcular un promedio histórico.

Por su parte Casanovas, Santandreu, y Alemany, (2010) en su Guía práctica para la valoración de empresas, definen técnicamente la prima de riesgo como la diferencia entre los rendimientos medios de las acciones y la media de rendimientos del activo libre de riesgo. Es decir, aquella prima adicional que los inversores solicitan por el hecho de correr un riesgo superior. La manera estándar de estimar los rendimientos medios de las acciones y del activo libre de riesgo consiste en obtener la serie temporal o histórica lo más abarcadora posible de cada una de estas variables (como mínimo diez años), y calcular la media aritmética de estos valores. Esta consiste en una medida de riesgos futuros calculada como el rendimiento futuro esperado del mercado menos la tasa libre de riesgo. Es el componente del coste de los recursos propios más difícil de calcular. Las estimaciones de esta prima normalmente varían desde valores cercanos a cero hasta llegar al 8% (o incluso valores mayores para empresas de Internet y nuevas tecnologías), pero los valores más típicos tienden a situarse entre 2%-5% dependiendo del mercado. Las estimaciones más altas normalmente derivan de observaciones históricas acerca del rendimiento de los bonos. Las estimaciones más bajas tienden a ser juicios subjetivos de los rendimientos futuros esperados por los inversores o son el producto de un modelo de actualización de dividendos donde la prima proviene de una tasa de descuento igual al valor actual de los futuros dividendos en el nivel actual del mercado.

Según Fernández, (2009), la Prima de Riesgo del Mercado es uno de los parámetros financieros más investigados y controvertidos, y también uno de los que más confusión produce. Gran parte de la confusión se debe a que el término “Prima de Riesgo del Mercado” designa cuatro conceptos y realidades muy diferentes entre sí. Según Rubio (2015) cabe distinguir: Prima de Riesgo del Mercado Histórica (PRMH): diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa (de un índice bursátil) y la de la renta fija. Prima de Riesgo del Mercado Esperada (PRME): valor esperado de la rentabilidad futura de la bolsa por encima de la de la renta fija. Prima de Riesgo del Mercado Exigida (PRMX): rentabilidad incremental que un inversor exige al mercado bursátil (a una cartera diversificada) por encima de la renta fija sin riesgo (*required equity premium*). Es la que se debe utilizar para calcular la rentabilidad exigida a las acciones. Prima de Riesgo del Mercado Implícita (PRMI): prima de riesgo del mercado exigida que se corresponde con el precio de mercado.

Para Fernández, P. (2009) sobre la prima de riesgo de mercado cabe mencionar:

- a) La prima de riesgo del mercado es la rentabilidad incremental que un inversor exige a las acciones por encima de la renta fija sin riesgo.
- b) La rentabilidad diferencial histórica es la diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa y la rentabilidad histórica de la renta fija. Para Fernández, considerar a la prima de riesgo de mercado igual a la rentabilidad es un error.
- c) El valor esperado es la diferencia entre la rentabilidad futura de la bolsa y la rentabilidad futura de la renta fija.

d) La prima de riesgo implícita en los precios de las acciones se suele calcular a partir de la ecuación de Gordon y Shapiro.

$$P_0 = D_1 / (K_s - g)$$

### Ejemplo práctico de cálculo de Prima de Riesgo de Mercado.

**Tabla 19:** Ejemplo práctico de cálculo de Prima de Riesgo de Mercado.

#### Pasos para determinar la prima de mercado:

- 1.- Series de Datos o Data: CURRENT
- 2.- Historical Return on stocks
3. - Bonds and Bill (USA).
- 4.- Media Aritmética

Year	Compounded Value of \$ 100							
	S&P 500	3-month T.Bill	10-year T. Bond	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Stocks - Bills	Stocks Bonds
1928	43.81%	3.08%	0.84%	\$143.81	\$103.08	\$100.84	40.73%	42.98%
1929	-8.30%	3.16%	4.20%	\$131.88	\$106.34	\$105.07	-11.46%	-12.50%
1930	-25.12%	4.55%	4.54%	\$98.75	\$111.18	\$109.85	-29.67%	-29.66%
1931	-43.84%	2.31%	-2.56%	\$55.46	\$113.74	\$107.03	-46.15%	-41.28%
1932	-8.64%	1.07%	8.79%	\$50.66	\$114.96	\$116.44	-9.71%	-17.43%
1933	49.98%	0.96%	1.86%	\$75.99	\$116.06	\$118.60	49.02%	48.13%
1934	-1.19%	0.32%	7.96%	\$75.09	\$116.44	\$128.05	-1.51%	-9.15%
1935	46.74%	0.18%	4.47%	\$110.18	\$116.64	\$133.78	46.57%	42.27%
1936	31.94%	0.17%	5.02%	\$145.38	\$116.84	\$140.49	31.77%	26.93%
1937	-35.34%	0.30%	1.38%	\$94.00	\$117.19	\$142.43	-35.64%	-36.72%
1938	29.28%	0.08%	4.21%	\$121.53	\$117.29	\$148.43	29.21%	25.07%
1939	-1.10%	0.04%	4.41%	\$120.20	\$117.33	\$154.98	-1.14%	-5.51%
1940	-10.67%	0.03%	5.40%	\$107.37	\$117.36	\$163.35	-10.70%	-16.08%
1941	-12.77%	0.08%	-2.02%	\$93.66	\$117.46	\$160.04	-12.85%	-10.75%
1942	19.17%	0.34%	2.29%	\$111.61	\$117.85	\$163.72	18.84%	16.88%
1943	25.06%	0.38%	2.49%	\$139.59	\$118.30	\$167.79	24.68%	22.57%
1944	19.03%	0.38%	2.58%	\$166.15	\$118.75	\$172.12	18.65%	16.45%
1945	35.82%	0.38%	3.80%	\$225.67	\$119.20	\$178.67	35.44%	32.02%
1946	-8.43%	0.38%	3.13%	\$206.65	\$119.65	\$184.26	-8.81%	-11.56%
1947	5.20%	0.57%	0.92%	\$217.39	\$120.33	\$185.95	4.63%	4.28%
1948	5.70%	1.02%	1.95%	\$229.79	\$121.56	\$189.58	4.68%	3.75%
1949	18.30%	1.10%	4.66%	\$271.85	\$122.90	\$198.42	17.20%	13.64%
1950	30.81%	1.17%	0.43%	\$355.60	\$124.34	\$199.27	29.63%	30.38%
1951	23.68%	1.48%	-0.30%	\$439.80	\$126.18	\$198.68	22.20%	23.97%

<b>1952</b>	18.15%	1.67%	2.27%	\$519.62	\$128.29	\$203.19	16.48%	15.88%
<b>1953</b>	-1.21%	1.89%	4.14%	\$513.35	\$130.72	\$211.61	-3.10%	-5.35%
<b>1954</b>	52.56%	0.96%	3.29%	\$783.18	\$131.98	\$218.57	51.60%	49.27%
<b>1955</b>	32.60%	1.66%	-1.34%	\$1,038.47	\$134.17	\$215.65	30.94%	33.93%
<b>1956</b>	7.44%	2.56%	-2.26%	\$1,115.73	\$137.60	\$210.79	4.88%	9.70%
<b>1957</b>	-10.46%	3.23%	6.80%	\$999.05	\$142.04	\$225.11	-13.69%	-17.25%
<b>1958</b>	43.72%	1.78%	-2.10%	\$1,435.84	\$144.57	\$220.39	41.94%	45.82%
<b>1959</b>	12.06%	3.26%	-2.65%	\$1,608.95	\$149.27	\$214.56	8.80%	14.70%
<b>1960</b>	0.34%	3.05%	11.64%	\$1,614.37	\$153.82	\$239.53	-2.71%	-11.30%
<b>1961</b>	26.64%	2.27%	2.06%	\$2,044.40	\$157.30	\$244.46	24.37%	24.58%
<b>1962</b>	-8.81%	2.78%	5.69%	\$1,864.26	\$161.67	\$258.38	-11.59%	-14.51%
<b>1963</b>	22.61%	3.11%	1.68%	\$2,285.80	\$166.70	\$262.74	19.50%	20.93%
<b>1964</b>	16.42%	3.51%	3.73%	\$2,661.02	\$172.54	\$272.53	12.91%	12.69%
<b>1965</b>	12.40%	3.90%	0.72%	\$2,990.97	\$179.28	\$274.49	8.50%	11.68%
<b>1966</b>	-9.97%	4.84%	2.91%	\$2,692.74	\$187.95	\$282.47	-14.81%	-12.88%
<b>1967</b>	23.80%	4.33%	-1.58%	\$3,333.69	\$196.10	\$278.01	19.47%	25.38%
<b>1968</b>	10.81%	5.26%	3.27%	\$3,694.23	\$206.41	\$287.11	5.55%	7.54%
<b>1969</b>	-8.24%	6.56%	-5.01%	\$3,389.77	\$219.96	\$272.71	-14.80%	-3.23%
<b>1970</b>	3.56%	6.69%	16.75%	\$3,510.49	\$234.66	\$318.41	-3.12%	-13.19%
<b>1971</b>	14.22%	4.54%	9.79%	\$4,009.72	\$245.32	\$349.57	9.68%	4.43%
<b>1972</b>	18.76%	3.95%	2.82%	\$4,761.76	\$255.01	\$359.42	14.80%	15.94%
<b>1973</b>	-14.31%	6.73%	3.66%	\$4,080.44	\$272.16	\$372.57	-21.03%	-17.97%
<b>1974</b>	-25.90%	7.78%	1.99%	\$3,023.54	\$293.33	\$379.98	-33.68%	-27.89%
<b>1975</b>	37.00%	5.99%	3.61%	\$4,142.10	\$310.90	\$393.68	31.01%	33.39%
<b>1976</b>	23.83%	4.97%	15.98%	\$5,129.20	\$326.35	\$456.61	18.86%	7.85%
<b>1977</b>	-6.98%	5.13%	1.29%	\$4,771.20	\$343.09	\$462.50	-12.11%	-8.27%
<b>1978</b>	6.51%	6.93%	-0.78%	\$5,081.77	\$366.87	\$458.90	-0.42%	7.29%
<b>1979</b>	18.52%	9.94%	0.67%	\$6,022.89	\$403.33	\$461.98	8.58%	17.85%
<b>1980</b>	31.74%	11.22%	-2.99%	\$7,934.26	\$448.58	\$448.17	20.52%	34.72%
<b>1981</b>	-4.70%	14.30%	8.20%	\$7,561.16	\$512.73	\$484.91	-19.00%	-12.90%
<b>1982</b>	20.42%	11.01%	32.81%	\$9,105.08	\$569.18	\$644.04	9.41%	-12.40%
<b>1983</b>	22.34%	8.45%	3.20%	\$11,138.90	\$617.26	\$664.65	13.89%	19.14%
<b>1984</b>	6.15%	9.61%	13.73%	\$11,823.51	\$676.60	\$755.92	-3.47%	-7.59%
<b>1985</b>	31.24%	7.49%	25.71%	\$15,516.60	\$727.26	\$950.29	23.75%	5.52%
<b>1986</b>	18.49%	6.04%	24.28%	\$18,386.33	\$771.15	\$1,181.06	12.46%	-5.79%
<b>1987</b>	5.81%	5.72%	-4.96%	\$19,455.08	\$815.27	\$1,122.47	0.09%	10.77%
<b>1988</b>	16.54%	6.45%	8.22%	\$22,672.40	\$867.86	\$1,214.78	10.09%	8.31%
<b>1989</b>	31.48%	8.11%	17.69%	\$29,808.58	\$938.24	\$1,429.72	23.37%	13.78%
<b>1990</b>	-3.06%	7.55%	6.24%	\$28,895.11	\$1,009.08	\$1,518.87	-10.61%	-9.30%
<b>1991</b>	30.23%	5.61%	15.00%	\$37,631.51	\$1,065.69	\$1,746.77	24.62%	15.23%
<b>1992</b>	7.49%	3.41%	9.36%	\$40,451.51	\$1,101.98	\$1,910.30	4.09%	-1.87%
<b>1993</b>	9.97%	2.98%	14.21%	\$44,483.33	\$1,134.84	\$2,181.77	6.98%	-4.24%
<b>1994</b>	1.33%	3.99%	-8.04%	\$45,073.14	\$1,180.07	\$2,006.43	-2.66%	9.36%
<b>1995</b>	37.20%	5.52%	23.48%	\$61,838.19	\$1,245.15	\$2,477.55	31.68%	13.71%
<b>1996</b>	22.68%	5.02%	1.43%	\$75,863.69	\$1,307.68	\$2,512.94	17.66%	21.25%

1997	33.10%	5.05%	9.94%	\$100,977.34	\$1,373.76	\$2,762.71	28.05%	23.16%
1998	28.34%	4.73%	14.92%	\$129,592.25	\$1,438.70	\$3,174.95	23.61%	13.42%
1999	20.89%	4.51%	-8.25%	\$156,658.05	\$1,503.58	\$2,912.88	16.38%	29.14%
2000	-9.03%	5.76%	16.66%	\$142,508.98	\$1,590.23	\$3,398.03	-14.79%	-25.69%
2001	-11.85%	3.67%	5.57%	\$125,622.01	\$1,648.63	\$3,587.37	-15.52%	-17.42%
2002	-21.97%	1.66%	15.12%	\$98,027.82	\$1,675.96	\$4,129.65	-23.62%	-37.08%
2003	28.36%	1.03%	0.38%	\$125,824.39	\$1,693.22	\$4,145.15	27.33%	27.98%
2004	10.74%	1.23%	4.49%	\$139,341.42	\$1,714.00	\$4,331.30	9.52%	6.25%
2005	4.83%	3.01%	2.87%	\$146,077.85	\$1,765.59	\$4,455.50	1.82%	1.97%
2006	15.61%	4.68%	1.96%	\$168,884.34	\$1,848.18	\$4,542.87	10.94%	13.65%
2007	5.48%	4.64%	10.21%	\$178,147.20	\$1,933.98	\$5,006.69	0.84%	-4.73%
2008	-36.55%	1.59%	20.10%	\$113,030.22	\$1,964.64	\$6,013.10	-38.14%	-56.65%
2009	25.94%	0.14%	-11.12%	\$142,344.87	\$1,967.29	\$5,344.65	25.80%	37.05%
2010	14.82%	0.13%	8.46%	\$163,441.94	\$1,969.84	\$5,796.96	14.69%	6.36%
2011	2.10%	0.03%	16.04%	\$166,871.56	\$1,970.44	\$6,726.52	2.07%	-13.94%
2012	15.89%	0.05%	2.97%	\$193,388.43	\$1,971.42	\$6,926.40	15.84%	12.92%
2013	32.15%	0.07%	-9.10%	\$255,553.31	\$1,972.72	\$6,295.79	32.08%	41.25%
2014	13.52%	0.05%	10.75%	\$290,115.42	\$1,973.77	\$6,972.34	13.47%	2.78%
2015	1.38%	0.21%	1.28%	\$294,115.79	\$1,977.91	\$7,061.89	1.17%	0.09%
2016	11.74%	0.51%	0.69%	\$328,645.87	\$1,988.00	\$7,110.65	11.23%	11.05%

Arithmetic Average	Risk Premium		Standard Error				
	Stocks - T.B	Stocks - T.Bo	nStocks - T.Bill	Stocks - T.Bonds			
1928-2016	11.42%	3.46%	5.18%	7.96%	6.24%	2.13%	2.28%
1967-2016	11.45%	4.88%	7.08%	6.57%	4.37%	2.42%	2.74%
2007-2016	8.65%	0.74%	5.03%	7.91%	3.62%	6.06%	8.66%

**Fuente:** Damodaran (2016)

Para este ejemplo se puede determinar que la Prima de Mercado es del 6,24% (11,42%-5,18%), que correspondería a la prima de mercado de una empresa al período del 2016.

Hasta el año 1996 se promediaban los últimos 60 años, y en esa aproximación el resultado de  $(r_M - r_F)$  era del 5,5% a 6%). Ya al inicio del siglo XXI el tema es replanteado y se comienza a tener en cuenta el período que va desde el fin de la segunda guerra mundial hasta el año 2000, entonces el  $r_M - r_F$  se ubica entre el

6% al 7%, acercándose más a la segunda cifra en la actualidad. Para la determinación de los parámetros del CAPM, se inclinan por la utilización de horizontes de largo plazo por dos razones fundamentales: porque es parte de la metodología de los más reconocidos servicios financieros que se dedican a la determinación del Costo de Oportunidad del Capital; y porque la mayoría de libros y documentos publicados sobre el tema adoptan un horizonte de largo plazo.

La utilización de horizontes de corto plazo tiene el inconveniente de no aislar el efecto de los ciclos económicos en la determinación del Costo de Oportunidad de Capital. Éste puede resultar ser excesivamente alto o bajo, e incluso negativo, si se utilizan horizontes temporales de corto plazo. La virtud de utilizar horizontes de largo plazo es la estabilidad que otorga a los parámetros, estableciendo costos de oportunidad de capital que dependen de los riesgos no diversificables, del propio accionar de la gerencia de la Empresa o los resultados económicos y financieros de la misma, antes que de la variabilidad de la economía en general.

**b=** Factor Beta del Capital

Es una pura medida de riesgo generalmente utilizada en el modelo CAMP para estimar la contribución de un valor en una cartera diversificada, el cual se aplica en los procesos de valoración. Dado que proporciona un factor de descuento que es utilizado para la capitalización de los flujos de inversión, precisa calcular una



variable denominada: Beta, la cual se define como la cantidad de riesgo del activo en estudio con respecto al portafolio del mercado.

El riesgo inherente a un negocio puede ser dividido en dos factores con el fin de obtener un cálculo de una beta mejor y más consistente que permite realizar comparaciones entre compañías y mercados.

- El riesgo sistemático de un negocio es inherente a la empresa dado su sector y sus características de negocio, independientemente de su estructura de capital.
- El riesgo financiero es un factor resultante del nivel de apalancamiento de una empresa.

Para hacer los bs comparables entre empresas, primero hay que eliminar el efecto del apalancamiento, para luego reintroducirlo a un nivel equiparable al de las compañías comparables.

La beta de una acción (i) es igual a la covarianza entre el rendimiento de la misma y el rendimiento del mercado, dividido entre la volatilidad (medida por la desviación típica) del rendimiento del mercado. Una beta igual a 1 significa, que, si el mercado experimenta una subida del 5%, entonces el precio de las acciones de la compañía subirá también un 5%. Una beta igual a 2 implica, que, si el mercado sube un 5%, el precio de las acciones se verá incrementado en un 10%.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

En la práctica, las betas están generalmente basadas en la volatilidad relativa de rendimientos históricos, aunque esto puede que no represente con precisión el riesgo actual si se han producido cambios en la estructura del pasivo de la empresa. Los críticos de la beta discuten que las volatilidades del pasado no pueden proporcionar una medida de riesgo futuro en un ambiente constantemente cambiante.

Sequeda, (2014) argumenta que la economía de una compañía, funciona de manera diferente si ésta está dentro de una economía desarrollada, emergente o en desarrollo. Si es desarrollada lo mejor es aplicar WACC. Si por su parte se encuentra dentro de economías emergentes o en vías de desarrollo, sí se aplica WACC, si la gran parte del financiamiento es en dólares, no es necesario agregarle nada más y si la compañía tiene un alto endeudamiento para financiar sus operaciones futuras, se recomienda utilizar WACC, siempre y cuando incrementa las capacidades de producción futura.

Antes de presentar el ejemplo práctico del tercer componente, el  $\beta$  unlevered (beta desapalancada), y según Martínez, Ledesma y Russo (2013) lo que se aplica para los países emergentes, es lo mismo que se hace en Estados Unidos para los millones de empresas que no cotizan en Bolsa.

Se recomienda que en ese tipo de mercado donde son muy pocas las empresas que cotizan en Bolsa comparadas con el total del parque empresarial, se recurra al  $\beta$  de una empresa comparable. La determinación de un Costo de Capital adecuado significa hacer una elección óptima entre riesgo y rendimiento. La Teoría del

Portafolio demuestra que el riesgo relevante para un inversionista racional que posee una cartera diversificada es el riesgo sistemático. Por su parte en el Modelo CAPM se postula al Beta como la medida del riesgo sistemático de un activo financiero (una acción). Beta más alto. Dentro de cada sector, las empresas con menor aversión al riesgo tendrán un Beta más alto. De la misma manera, las empresas con mayor nivel de apalancamiento operativo o financiero asumen más riesgo. La práctica cotidiana y varios estudios empíricos apuntan que las empresas más pequeñas son más riesgosas. La observación de los rendimientos de una empresa en el mercado, demuestra que los rendimientos están influenciados por el nivel de apalancamiento de la empresa, así como por su tamaño.

Cuando se desea obtener un Beta representativo, libre de estas influencias, la lógica indica que se deba utilizar algún procedimiento para separar la mayor variabilidad introducida por estas características muy particulares en cada empresa. Razón por la que una vez que se determina el  $\beta$  de la empresa comparable, que es un  $\beta$  *levered* (apalancada), le hacemos el  $\beta$  *unlevered* (desapalancada) y posteriormente, de acuerdo al endeudamiento de la empresa analizada, se hace el  $\beta$  *relevered*.

Con relación al ejemplo práctico del cálculo de la Beta, se determina el grado de endeudamiento que tiene Bebidas Latinas, y de acuerdo con la presentación es de 542,86 %. Luego sobre la base de los fundamentos de Damodaran, se escoge una empresa comparable, en este caso es *Beberage* (Soft), cuya relación de Deuda a Equity es del 24,51% y una Beta desapalancada de 0,74%. Posteriormente con esta Beta desapalancada de la compañía comparable, se apalanca a Bebidas

Latina y se obtiene que la Beta apalancada es de 3,71%. Se termina el ejemplo procediendo al cálculo de CAPM, conociendo cada uno de los elementos Rf, Prima del mercado y el Beta apalancado, resultando un CAPM de 23,18%.

**Tabla 20:** Ejemplo práctico del cálculo de la Beta.

<b>Bebidas Latinas</b>	
<b>Activo</b>	5000
<b>Pasivos expontaneos</b>	<b>-500</b>
<b>Activos que exigen retornos</b>	4500
<b>Equity</b>	-700
<b>Deuda</b>	<b>3800</b>
	Valor %
<b>% de Equity</b>	700 0,1556
<b>% de Deuda</b>	3800 0,8444
	<b>4500 1</b>
<b>Apalancamiento de Bebidas Latinas.</b>	<b>= 0,8444</b>
	Deuda <b>542,86</b>
	0,1556 Patrimonio

**Fuente:** Damodoran (2016).

Supongamos la compañía de estudio es Beverage (Soft).

**Tabla 21:** Ejemplo práctico Beta Desapalancada.

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Unlevered beta
Advertising	41	1.36	62.98%	0.85
Aerospace/Defense	96	1.07	23.53%	0.89
Air Transport	18	1.12	70.12%	0.73
Apparel	58	0.88	34.21%	0.67
Auto & Truck	15	0.85	150.42%	0.35
Auto Parts	63	1.12	35.22%	0.85
Bank (Money Center)	10	0.86	188.03%	0.37
Banks (Regional)	645	0.47	60.51%	0.33
Beverage (Alcoholic)	25	0.79	29.02%	0.63
Beverage (Soft)	36	0.91	24.51%	0.74
Broadcasting	30	1.22	95.92%	0.68
Brokerage & Investment Bank	45	1.08	232.21%	0.36

<b>Building Materials</b>	41	1.01	26.98%	0.83
<b>Business &amp; Consumer Services</b>	165	1.07	35.10%	0.82
<b>Cable TV</b>	14	1.12	49.24%	0.80
<b>Chemical (Basic)</b>	45	1.00	58.62%	0.65
<b>Chemical (Diversified)</b>	8	1.52	35.52%	1.14
<b>Chemical (Specialty)</b>	100	1.20	29.98%	0.94
<b>Coal &amp; Related Energy</b>	38	1.36	138.55%	0.57
<b>Computer Services</b>	117	0.99	28.33%	0.79
<b>Computers/Peripherals</b>	55	1.06	19.60%	0.89
<b>Construction Supplies</b>	51	1.31	42.57%	0.98
<b>Diversified</b>	24	0.76	35.98%	0.58
<b>Drugs (Biotechnology)</b>	426	1.40	19.45%	1.18
<b>Drugs (Pharmaceutical)</b>	164	1.02	14.58%	0.89
<b>Education</b>	36	1.23	33.38%	0.94
<b>Electrical Equipment</b>	119	1.14	19.15%	0.97
<b>Electronics (Consumer &amp; Office)</b>	24	1.08	19.39%	0.91
<b>Electronics (General)</b>	164	0.86	17.87%	0.74
<b>Engineering/Construction</b>	48	1.18	32.45%	0.93
<b>Entertainment</b>	79	1.20	30.83%	0.93
<b>Environmental &amp; Waste Service</b>	89	0.85	38.98%	0.62
<b>Farming/Agriculture</b>	37	0.92	60.04%	0.59
<b>Financial Svcs. (Non-bank &amp; In)</b>	258	0.65	1124.41%	0.07
<b>Food Processing</b>	87	0.75	26.84%	0.61
<b>Food Wholesalers</b>	16	1.20	36.34%	0.91
<b>Furn/Home Furnishings</b>	30	0.84	29.01%	0.67
<b>Green &amp; Renewable Energy</b>	25	1.14	174.38%	0.43
<b>Healthcare Products</b>	254	1.04	17.96%	0.89
<b>Healthcare Support Services</b>	121	0.94	32.18%	0.74
<b>Healthcare Information and Te</b>	125	0.95	20.70%	0.80
<b>Homebuilding</b>	33	1.08	66.29%	0.73
<b>Hospitals/Healthcare Facilities</b>	38	1.10	170.77%	0.44
<b>Hotel/Gaming</b>	69	0.96	55.28%	0.64
<b>Household Products</b>	129	0.80	21.20%	0.67
<b>Information Services</b>	64	0.98	20.46%	0.84
<b>Insurance (General)</b>	19	0.90	38.95%	0.69
<b>Insurance (Life)</b>	22	1.03	71.41%	0.67
<b>Insurance (Prop/Cas.)</b>	50	0.83	31.11%	0.67
<b>Investments &amp; Asset Manage</b>	156	0.90	61.59%	0.57
<b>Machinery</b>	127	1.06	21.70%	0.89
<b>Metals &amp; Mining</b>	97	1.30	51.98%	0.86
<b>Office Equipment &amp; Services</b>	24	1.49	54.32%	1.03
<b>Oil/Gas (Integrated)</b>	7	1.08	16.91%	0.93
<b>Oil/Gas (Production and Explo)</b>	330	1.38	46.98%	0.94
<b>Oil/Gas Distribution</b>	78	1.20	77.05%	0.68
<b>Oilfield Svcs/Equip.</b>	148	1.37	32.66%	1.04

<b>Packaging &amp; Container</b>	26	0.84	56.03%	0.59
<b>Paper/Forest Products</b>	23	1.12	49.34%	0.79
<b>Power</b>	68	0.54	87.30%	0.32
<b>Precious Metals</b>	109	1.25	24.11%	1.01
<b>Publishing &amp; Newspapers</b>	37	1.32	56.95%	0.89
<b>R.E.I.T.</b>	238	0.72	79.46%	0.41
<b>Real Estate (Development)</b>	18	0.68	60.51%	0.43
<b>Real Estate (General/Diversifi)</b>	11	1.27	24.33%	1.05
<b>Real Estate (Operations &amp; Services)</b>	54	0.99	76.67%	0.58
<b>Recreation</b>	66	0.92	31.12%	0.73
<b>Reinsurance</b>	3	0.75	32.38%	0.59
<b>Restaurant/Dining</b>	86	0.77	35.01%	0.59
<b>Retail (Automotive)</b>	25	0.91	59.89%	0.62
<b>Retail (Building Supply)</b>	6	1.30	21.86%	1.11
<b>Retail (Distributors)</b>	88	1.10	56.95%	0.75
<b>Retail (General)</b>	19	1.05	39.57%	0.80
<b>Retail (Grocery and Food)</b>	14	0.69	66.85%	0.46
<b>Retail (Online)</b>	57	1.23	9.63%	1.13
<b>Retail (Special Lines)</b>	108	1.02	52.13%	0.73
<b>Rubber&amp; Tires</b>	4	1.35	72.35%	0.82
<b>Semiconductor</b>	80	1.20	14.09%	1.06
<b>Semiconductor Equip</b>	45	1.10	16.35%	0.96
<b>Shipbuilding &amp; Marine</b>	11	1.20	48.41%	0.83
<b>Shoe</b>	10	0.85	10.26%	0.78
<b>Software (Entertainment)</b>	13	0.98	14.74%	0.86
<b>Software (Internet)</b>	297	1.13	4.27%	1.09
<b>Software (System &amp; Application)</b>	236	1.13	21.50%	0.94
<b>Steel</b>	38	1.60	47.93%	1.11
<b>Telecom (Wireless)</b>	17	1.12	114.58%	0.55
<b>Telecom. Equipment</b>	107	0.99	24.55%	0.80
<b>Telecom. Services</b>	67	1.04	65.89%	0.66
<b>Tobacco</b>	22	1.28	17.18%	1.11
<b>Transportation</b>	17	1.01	31.98%	0.80
<b>Transportation (Railroads)</b>	7	0.79	27.94%	0.65
<b>Trucking</b>	30	1.21	90.80%	0.72
<b>Utility (General)</b>	18	0.38	68.37%	0.25
<b>Utility (Water)</b>	22	0.65	43.47%	0.47
<b>Total Market</b>	7330	1.00	67.90%	0.62
<b>Total Market (without financial)</b>	6100	1.08	35.71%	0.81

**Fuente:** Damodoran (2016).

Mediante la información del profesor Aswath Damodaran, se encuentra la Beta Desapalancada.

**Tabla 22:** Ejemplo práctico Beta Apalancada.

<b>Beta desapalancada</b>	0,74		
<b>Relacion D/E</b>	*	24,59%	
<b>Ecuador</b>	22% tasa de impuestos		
* A partir de esta Beta desapalancada se encuentra la Beta apalancada			
<b>Beta desapalancada</b>	.=	Beta apalancada/ 1 + ((D/E) x (1-t))	
<b>Beta apalancada</b>	.=	Beta desapalancada x ( ( 1+ (D/E) x (1-t))	
<b>Beta apalancada</b>	.=	0,74	* (1+3800/700) * (1-,22)
		0,74	6,428571429
<b>Beta apalancada</b>	.=	3,71	veces

**Fuente:** Damodoran (2016).

### Ejemplo práctico del cálculo de CAPM

**Tabla 23:** Ejemplo del cálculo del CAPM.

<b>Datos obtenidos</b>		
<b>Rf</b>		2,81%
<b>Prima de mercado</b>		6,24%
<b>Beta apalancado</b>		3,71 veces
<b>CAPM</b>	Rf +( Prima de mercado * Beta apalancado)	
		2,81% +( 6,24 * 3,71)
<b>C APM</b>		<b>23,18</b> %

**Fuente:** Elaboración propia.

Con los datos obtenidos en los distintos cálculos de Rf, Prima de Mercado y Beta Apalancado, se calcula el CAPM y que para esta empresa de Bebidas Latinas es del 23,18%. Lo que más tiene impacto en ella, es el grado de apalancamiento financiero. La relación con la industria era del 56,03 % con una Beta desapalancada de 0,74, pero la relación de Bebidas Latinas es de 542,86, razón por la cual su CAPM o el Ke es de 23,18%.

El presente capítulo se ha desarrollado cumpliendo con el principio de lo general a lo específico, abordando aspectos tanto teóricos como prácticos

relacionados directamente con el objeto de investigación de la tesis. De esta forma se fue profundizando y estableciendo significado a los hechos y fenómenos de interés científico para los procesos de valoración de empresas, de manera general y concretamente para Ecuador; quedando sentadas las bases para discernir, refutar, demostrar, y aportar elementos novedosos que tributan a la validación de la hipótesis. El siguiente capítulo se sostiene en estos fundamentos y desarrolla todo el marco metodológico de la investigación.



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante





Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

## **CAPÍTULO II. MARCO METODOLÓGICO**

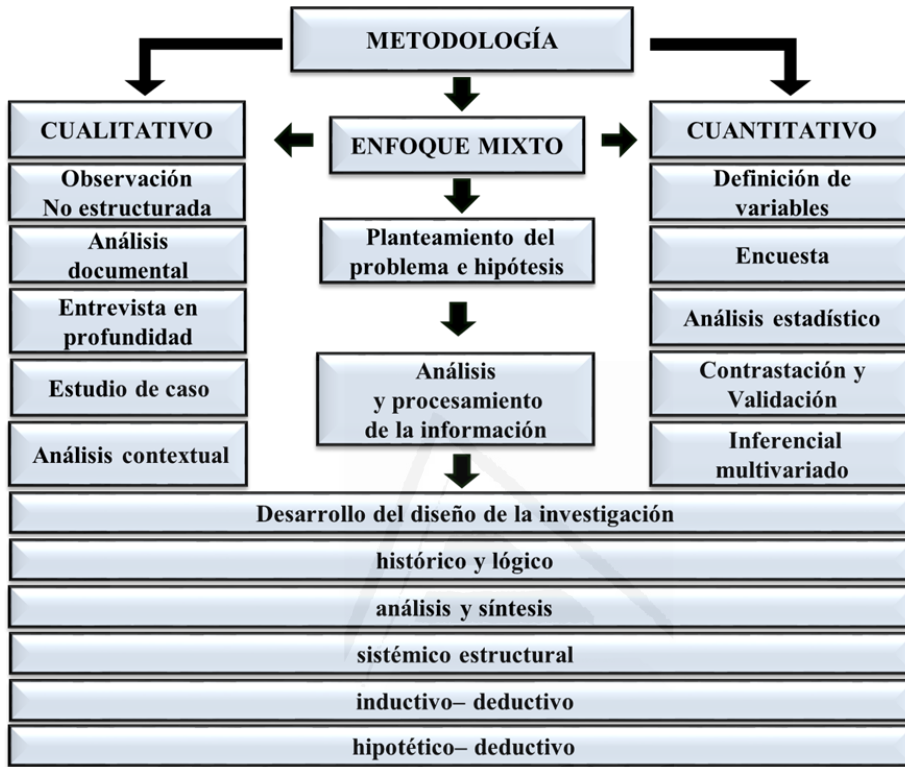
En el presente capítulo se describe el tipo de investigación realizada, los métodos empleados para procesar la información, y el análisis de los resultados de todos los instrumentos aplicados, para demostrar la hipótesis planteada, cumplir los objetivos propuestos y resolver el problema científico identificado.

### **2.1. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN**

Para el desarrollo íntegro de la investigación, se siguió una secuencia lógica de acuerdo a sus características y criterios empíricos del autor. Se decidió trabajar con una metodología sustentada en los fundamentos de las ciencias económicas, sobre la base de los requerimientos del paradigma constructivista. Se aprovecharon las posibilidades que ofrece la combinación de elementos metodológicos cuantitativos y cualitativos para obtener información de fuentes primarias y secundarias, abarcar aspectos financieros de carácter objetivos y otros subjetivos, lo cual permitió, el análisis del objeto de investigación manifestándose en su propio proceso de desarrollo.

La figura 13 muestra de forma resumida la concepción metodológica de la investigación.

**Figura 13:** Esquema de la metodológico.



**Fuente:** Elaboración Propia.

A continuación de manera sucinta se mencionan los métodos y la finalidad para la que fueron empleados:

Del nivel teórico se utilizaron los métodos: histórico-lógico, análisis y síntesis, sistémico estructural, inducción-deducción e hipotético-deductivo.

**Histórico - Lógico:** permitió analizar el objeto y campo de acción de la investigación a través del tiempo y propició establecer la lógica entre las diferentes tareas científicas de la investigación.

**Análisis y síntesis:** permitió discernir dentro de toda la información consultada lo esencial del tema investigado, así como establecer la unidad sistémica en el proceso de valoración de empresas.

**Sistémico estructural:** estuvo presente en todo el proceso de explicación y argumentación del objeto y campo de acción, la elaboración del marco metodológico y el estudio del caso de la investigación, permitiendo establecer los nexos que rigen su funcionamiento.

**Inductivo-deductivo:** permitió pasar de un conocimiento general a otro más concreto mediante inferencias específicas, siguiendo reglas lógicas de la deducción y predicciones empíricas, posibilitando establecer una correspondencia entre predicciones, conclusiones, el planteamiento y veracidad de la hipótesis.

**Hipotético-deductivo:** permitió a partir de la observación sistemática con sus correspondientes análisis, establecer la hipótesis de la investigación, así como su posterior verificación.

Del nivel empírico se utilizó el análisis de documentos, el criterio de expertos, la observación (no estructurada), encuestas, entrevistas y triangulación.

**Análisis de documentos:** para captar e interrelacionar ideas esenciales que contenían los documentos, identificar su autenticidad, organizar las fuentes, extraer la información requerida para el desarrollo de la investigación y fundamentar la toma de decisiones.

**La observación (no estructurada):** para la recolección de datos en sentido general que contribuyeron a definir con más precisión el problema, las hipótesis y variables a investigar.

**Encuestas y entrevistas:** en la constatación empírica del problema objeto de estudio y en el proceso de confección y validación de la propuesta metodológica.

**Criterio de expertos:** con su correspondiente procesamiento estadístico, permitió valorar los criterios referidos sobre los procesos de valoración de empresas y sus particularidades para Ecuador.

### **2.1.1. Tipo de investigación**

El tipo de investigación que se desarrolla en esta tesis se define como no experimental transeccional o transversal, ya que los fenómenos han sido observados en su contexto natural y en un período de tiempo determinado. La recolección de los datos, así como las variables fueron descritas y analizadas de acuerdo a su incidencia e interrelación, sin ser manipuladas.

### **2.1.2. Ámbito temporal de la investigación**

Debido a estas circunstancias y características de la investigación se decidió fijar el ámbito temporal del estudio empírico entre los años (2012-2017) representando 5 años de observación, estudio y análisis para arribar a propuestas concretas y ajustar parámetros, además, en el caso de estudio se llegó a hacer una proyección de los siguientes 4 años (2017 al 2021).

### **2.1.3. Población y muestra**

A partir del método de muestreo no-probabilístico con muestra intencional o de conveniencia, definida por Cochran, (1977), como una “Muestra compuesta especialmente de voluntarios (por ejemplo, cuando el proceso de medición es desagradable o le puede representar problema a la persona medida)” (Citado por Ospina, 2001), de tal forma que, para la presente investigación, en 2017 se seleccionan 132 empresarios del Ecuador (en empresas de más de 50 empleados y una media de ventas de 123 millones de dólares). Dentro de los criterios de selección se tuvieron en cuenta los siguientes:

- a) Facilidad de acceso a los empresarios e información técnica necesarias para desarrollar la investigación (acercamientos previos, disponibilidad de tiempos, enlaces y relaciones públicas, referenciados, etc.).
- b) Empresas conocidas por el investigador (clientes, proveedores, socios estratégicos, etc.).

c) Heterogeneidad (sector empresarial mayoritariamente enfocado en industrias y comercio, incluyendo empresas de servicios).

d) Facturación y número de empleados (Grandes y medianas empresas).

e) Representatividad geográfica (tomando en consideración espacios territoriales importantes de Ecuador).

Estos criterios fueron considerados ya que, a través de este matiz de definición de la muestra se logra un panorama de delimitación que se corresponde con procesos formales de estructura y administración de las empresas a nivel global, y que cumplen con estándares que resultan óptimos para la medición de las variables.

Toda la información se recogió en 2018, resultando importante argumentar que el sector empresarial mayormente enfocado es el de industrias y comercio, ya que, de acuerdo al INEC, según datos del 2017 y que se mantienen vigentes en 2019, estos fueron los campos en donde se ha identificado mayor movimiento económico; le sigue en importancia la oferta de servicios.

Así también se consideró que “de acuerdo al tamaño, de las 843.745 empresas registradas en 2016, el 90,5% son microempresas, es decir con ventas anuales menores a 100 mil dólares y entre uno y nueve empleados; le sigue la pequeña empresa con el 7,5% y ventas anuales entre 100.001 a 1.000.000 entre 10 y 49 trabajadores” (INEC, 2017); y si bien representaría un 98% del total, es este 2% de medianas y grandes empresas, las que proporcionan un estándar de participación desde una estructura de

funcionamiento que permite establecer una valoración efectiva (que es el objeto de la investigación presente) y que incluso tienen una estabilidad fortalecida, al estar apoyadas por capitales privados (nacionales o foráneos) que, bajo planificaciones eficientes, permiten trascender su productividad a varias generaciones de administraciones; situación que no se comporta así en la micro y pequeña empresa ya que, sus procesos administrativos, aunque podrían presentar planificaciones empíricas, no se sostienen bajo un parámetro de permanencia continua, sino más bien en función del contexto socio-político que afecta a las dinámicas productivas y de comercio. Por esta razón que además se observa, que en datos publicados por el INEC en este año, hay un decrecimiento del número de micro y pequeñas empresas para el 2017, en un 4% a comparación del crecimiento de las medianas y grandes por un 3%. Cabe resaltar también el volumen de ventas para el mismo año, para las micro y pequeñas empresas fue de apenas 17 millones de dólares, a diferencia de los 123 millones de dólares que se visibilizó en el segmento de medianas y grandes empresas. (INEC, 2019); razones suficientes para delimitar la muestra, según su tamaño y facturación, a estas últimas.

Es importante indicar, que una de las razones por las que no se realizó un tipo de muestreo probabilístico en la investigación, es la virtud del muestreo por conveniencia, pues, es el más adecuado, permitiendo recoger información valiosa en muchas circunstancias, especialmente cuando no existen razones fundamentales que diferencien a los individuos.



En este caso, los 132 empresarios reportados se pueden considerar representativos, en tal sentido se establecieron las siguientes premisas:

1. **Margen de error máximo.** Trabajar con un 5%, que convertido a valores relativos representa el 0.05 expresando la cantidad de error de muestreo aleatorio en los resultados de una encuesta.

2. **Nivel de confianza.** Trabajar con nivel de confianza de 95% una probabilidad alta, donde  $Z= 1,96$ .

3. **La varianza de la proporción.** Estimar el valor de la probabilidad de éxito

(p) entre 0,4 y 0,6. Valor ideal  $p=0,5$  y conociendo que  $p + q = 1$  podemos determinar el valor de la probabilidad de fracaso (q), dado que  $q = 1 - p$ . por tanto  $q=0,5$

Donde:

$N = 201$  (tamaño de la población).

$Z = 1,96$  (Factor probabilístico dado el nivel de confianza).  $p = 0.5$   
(Probabilidad de éxito).

$q = 0.5$  (Probabilidad de fracaso).

$E = 5\%$  (Error máximo admisible en términos de proporción).

Fórmula para calcular la muestra cuando conocemos la población objetivo:

$$n = \frac{Nz^2pq}{(N - 1)e^2 + z^2pq}$$

$$N = 201$$

Donde:

$$z = 1.96$$

$$p = 0.5$$

$$q = 0.5$$

$$e = 5\% = 0.05$$

Reemplazando esta información, se obtiene:

$$n = \frac{201(1.96)^2 0.5 \times 0.5}{(200)0.05^2 + 1.96^2 0.5 \times 0.5}$$

$$n = 132.18$$

$$n = 132$$

La distribución de las empresas según la ciudad donde se ubican:

**Tabla 24:** Distribución de empresas por ciudades.

<b>Ciudad</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
<b>Guayaquil</b>	32	24,2%
<b>Quito</b>	22	16,7%
<b>Cuenca</b>	28	21,2%
<b>Santo Domingo</b>	7	5,3%
<b>Portoviejo</b>	10	7,6%
<b>Manta</b>	10	7,6%
<b>Durán</b>	6	4,5%
<b>Machala</b>	11	8,3%
<b>Otra</b>	6	4,5%
<b>Total</b>	132	100

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 14:** Mapa Político de Ecuador.



**Fuente:** Maps of World (2014).

**Tabla 25:** Distribución por sectores, frecuencia y porcentajes.

Sector	Frecuencia	Porcentaje
Industria	60	45,5%
Comercio	56	42,4%
Servicios	12	9,1%
Otro	4	3,0%
<b>Total</b>	<b>132</b>	<b>100</b>

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 26:** Origen del capital.

<b>Origen Capital</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
<b>No Clasific</b>	5	3,8%
<b>Priv Nacional</b>	42	31,8%
<b>Priv Extran</b>	85	64,4%
<b>Total</b>	132	100

**Fuente:** Elaboración propia.

**Quedando como:**

### **Población**

Para la realización de esta investigación se contó como población a 201 empresas, las que teniendo en cuenta la representatividad geográfica quedaron ubicadas dentro de las ocho ciudades más importantes de Ecuador. Entre ellas grandes, medianas, pequeñas y micro empresas y a las cuales el autor podría tener acceso por varias vías, contando con la disposición favorable de colaborar con la aportación de información y datos de las mismas en el tiempo necesario para poder desarrollar la investigación.

### **Muestra**

La muestra de acuerdo al principio empleado para su determinación, quedó constituida por 132 de las empresas que formaron parte de la población, y que cumplían con las mismas propiedades que esta.

**Tabla 27:** Muestreo de empresas por Sector

Nombre	Sector	Ubicación Geográfica			Patrimonio 2017	Ingresos por ventas 2017
		Región	Provincia	Ciudad		
<b>Moruje Cia. Ltda.</b>	Fabricación Química	Costa	Santo Domingo	Santo Domingo	\$46.950,18	\$186.416,53
<b>Madsen S.A.</b>	Ganadería y Agricultura	Costa	El Oro	Machala	\$280.238,89	\$4.390.258,53
<b>Compañía Camaronera Ferasa S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Guayas	Guayaquil	\$1.064.559,56	\$4.754.251,87
<b>Bake&amp;Bake S.A.</b>	Producción de Alimentos	Costa	Manabí	Portoviejo	\$33.538,35	\$3.169,10
<b>Vipdistri S. A</b>	Actividades Profesionales	Costa	Guayas	Guayaquil	\$98.738,73	\$985.480,45
<b>Clorid S.A.</b>	Empresas de Servicios Públicos Comercio	Sierra	Azuay	Cuenca	\$342.601,00	\$97.440,65
<b>Vencosur S.A.</b>	Comercio	Costa	Manabí	Manta	\$1.382,41	\$6.000,00
<b>Plastiempaques</b>	Plásticos	Costa	Guayas	Duran	\$5.480.478,00	\$19.011.709,00
<b>China Road And Bridge Corporation</b>	Construcción	Sierra	Pichincha	Quito	\$15.104.773,70	\$4.957.729,26
<b>Probimanta S.A</b>	Actividades Inmobiliarias	Costa	Manabí	Manta	\$1.038.745,59	\$4.938.640,47
<b>Ecuapatria Cia. Ltda.</b>	Financieras Y Seguros	Costa	Guayas	Guayaquil	\$333.772,46	\$968.428,94
<b>Agrícola y piscícola la aldea S.A.</b>	Ganadería y Agricultura	Costa	Manabí	Manta	\$153.322,54	\$339.276,57
<b>Piscialdea Telconet S.A.</b>	Comunicaciones	Costa	Guayas	Guayaquil	\$65.844.876,00	\$124.607.414,00
<b>Porcarrepress S.A.</b>	Servicios de taxi	Costa	Santo Domingo	Santo Domingo	\$8.090,07	\$19.311,17
<b>Inmobiliaria J.H. Darquea Ca</b>	Actividades Inmobiliarias	Sierra	Pichincha	Quito	\$1.062.701,25	\$909.450,00
<b>Productos para modelismo S.A.</b>	Fabricación de Productos de Madera	Costa	Guayas	Duran	\$100.550,06	\$168.444,14
<b>Propamosa Proveedor De Tecnología S.A</b>	Información Y Comunicación	Sierra	Pichincha	Quito	\$751.897,20	\$955.299,19
<b>Prosupply Licores San Miguel S.A.</b>	Fabricación de Bebidas y Productos de Tabaco	Sierra	Azuay	Cuenca	\$2.073.081,29	\$2.725.638,91
<b>Storeocean S.A.</b>	Transporte Y Almacenamiento Comercio	Costa	Guayas	Guayaquil	\$8.713.250,96	\$4.635.578,36
<b>Grupo Comercial Termikon Cia. Ltda.</b>	Comercio	Sierra	Pichincha	Quito	\$4.059.975,99	\$4.848.626,97
<b>Embotellador a Azuaya SA EASA</b>	Fabricación de Bebidas y Productos de Tabaco Societario	Sierra	Azuay	Cuenca	\$14.132.511,00	\$4.496.277,43
<b>Conduto Ecuador S.A.</b>	Fabricación de Bebidas y Productos de Tabaco Societario	Sierra	Pichincha	Quito	\$20.749.946,00	\$26.615.562,00
<b>Agrícola San Ignacio S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Los Ríos	Quevedo	\$141.146,88	\$998.333,82
<b>Asinasa Ripconciv Construcción</b>	Mercado de valores	Sierra	Pichincha	Quito	\$23.893.168,00	\$76.554.049,00

<b>es Civiles Cia. Ltda. Instalaciones Electromecán icas S.A. Inesa</b>	Societario	Costa	Guayas	Guayaquil	\$8.742.646,00	\$25.952.868,00
<b>Fuenlabrada Cia. Ltda. Cable Andino S.A. Corpandino Melsa S.A.</b>	Minería	Sierra	Azuay	Cuenca	\$614.615,85	\$1.532.975,93
	Telecomunica ciones	Costa	Manabí	Manta	\$1.984.712,00	\$621.424,00
	Construcción	Costa	Guayas	Guayaquil	\$208.693,98	\$981.572,07
<b>Bpe Electronic Cia. Ltda. Fopeco S.A.</b>	Comercio	Sierra	Pichincha	Quito	\$301.703,24	\$955.562,34
	Societario	Sierra	Pichincha	Quito	\$51.644.000,00	\$56.281.602,00
<b>Camaronera e industria pesquera de camarones cabrera IPECA Cia. Ltda. Piggi's embutidos PIGEM Cia. Ltda. Centro de mantenimien to electrico ELECTRICAL ASER S.A. Bypsa S.A</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	El Oro	Machala	\$194.033,65	\$1.592.366,07
	Producción de Alimentos	Sierra	Azuay	Cuenca	\$2.473.936,44	\$18.988.180,40
	Ganadería y Agricultura	Costa	Manabí	Portoviejo	\$68.694,73	\$907.095,59
	Financieras Y Seguros	Sierra	Azuay	Cuenca	\$208.262,88	\$952.853,47
<b>Industrias químicas del Azuay S.A. Pasamaneria SA C.G.Med. S.A Lablink S.A.</b>	Fabricación Química	Sierra	Azuay	Cuenca	\$875.850,93	\$16.736.277,10
	Industrias Textil	Sierra	Azuay	Cuenca	\$11.897.305,70	\$13.347.996,25
	Comercio	Costa	Guayas	Guayaquil	\$2.035.447,33	\$4.955.097,62
	Salud Y Asistencia Social	Sierra	Pichincha	Quito	\$538.603,50	\$906.452,46
<b>Oro del mar Omar Cia. Ltda. Korea Manta Importacione s Cia. Ltda. Koremanta Industrias Unidas Cia. Ltda. Soluciones de empaques sde S.A. Perfolog Ecuador Cia. Ltda. Valarezo C.A. VALCA Ambiensa S.A. Baltic Reefers Ecuador S.A Consorcio Enlace Setecientos Ochenta Austromar S.A.</b>	Ganadería y Agricultura	Costa	El Oro	Machala	\$89.815,52	\$449.669,37
	Comercio	Costa	Manabí	Manta	\$2.348.586,82	\$4.774.903,89
	Industrias	Costa	Guayas	Guayaquil	\$2.399.113,53	\$4.761.814,90
	Fabricación de papel	Costa	Guayas	Duran	-\$299.768,56	\$1.268.889,70
	Construcción	Sierra	Pichincha	Quito	\$167.497,90	\$947.685,25
	Ganadería y Agricultura	Costa	El Oro	Machala	\$483.176,19	\$2.686.351,91
	Societario	Costa	Guayas	Guayaquil	\$779.505,00	\$21.553.695,00
	Información Y	Costa	Guayas	Guayaquil	\$289.596,62	\$990.786,81
	Comunicación Societario	Costa	Guayas	Guayaquil	\$7.709.450,00	\$39.871.352,00
	Ganadería y Agricultura	Sierra	Azuay	Cuenca	\$1.219.674,22	\$2.928.542,32

<b>Hpv Servicios Técnicos Especializados Cia. Ltda.</b>	Construcción	Sierra	Santo Domingo	Santo Domingo	\$265.702,44	\$924.721,53
<b>Rocasolidas Construcciones S.A.</b>	Construcción	Costa	Manabí	Portoviejo	\$1.864.700,01	\$4.649.435,94
<b>Guzzper Cia. Ltda.</b>	Industrias manufactureras	Sierra	Azuay	Cuenca	\$9.357,11	\$139.007,00
<b>Doltrex S.A</b>	Industrias	Costa	Guayas	Manta	\$1.644.533,75	\$4.773.384,33
<b>Pesquera Del Carmen S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Guayas	Guayaquil	\$2.469.465,50	\$951.685,02
<b>Cripada Sociedad Anónima</b>	Transporte Y Almacenamiento	Sierra	Pichincha	Quito	\$2.234.924,45	\$972.946,38
<b>Compañía Manta Medical Insuquirur S.A</b>	Salud Y Asistencia Social	Costa	Manabí	Manta	\$263.454,22	\$4.953.081,77
<b>Proelétrica, Productos Eléctricos Generales S.A</b>	Comercio	Costa	Guayas	Guayaquil	\$1.012.063,58	\$958.038,56
<b>Alessa S.A.</b>	Comercio	Costa	Guayas	Guayaquil	\$8.204.736,00	\$57.219.488,00
<b>Importespi Cia. Ltda.</b>	Comercio	Sierra	Azuay	Cuenca	\$41.940,93	\$272.757,07
<b>Temenos Ecuador S.A</b>	Servicios Y Administrativos	Sierra	Pichincha	Quito	\$325.783,75	\$4.761.677,73
<b>Laboratorios Guerrero Maldonado Gmlab Cia. Ltda.</b>	Industrias	Sierra	Azuay	Cuenca	\$771.790,16	\$987.859,84
<b>Padoa S.A.</b>	Ganadería y Agricultura Societario	Costa	Manabí	Portoviejo	\$406.430,07	\$614.327,38
<b>Astudillo Guillén Construcciones y servicios de Ingeniería Cia. Ltda.</b>	Comercio	Costa	Guayas	Guayaquil	\$135.804,06	\$905.650,81
<b>Designer Electric, Control &amp; Industries Automation (Decin) Cia. Ltda</b>	Producción de Alimentos	Sierra	Azuay	Cuenca	\$6.683.573,53	\$37.194.064,70
<b>Industria de alimentos la europea Cia. Ltda.</b>	Societario	Sierra	Pichincha	Quito	\$18.077.479,00	\$86.560.893,00
<b>China Gezhouba Group Company Limited</b>	Construcción	Costa	Guayas	Guayaquil	\$2.747.241,41	\$4.792.668,62
<b>La Esmeralda S.A. Lesdasa Transporte especializado de carga S.A.</b>	Transporte de Carga por Carretera	Costa	Manabí	Portoviejo	\$29.975,64	\$236.229,78
<b>Tranespecargo</b>	Servicios	Costa	Manabí	Portoviejo	\$43.727,23	\$414.447,34
<b>Contauidservic servicios de contabilidad, auditorias,</b>						

<b>tributarios y legal Cia. Ltda.</b>						
<b>China Fujian yixing Cia. Ltda.</b>	Societario	Sierra	Azuay	Cuenca	\$14.652,00	\$10.900.974,00
<b>Inmomariuxi Ca</b>	Societario	Costa	Guayas	Guayaquil	\$3.304.662,00	\$27.682.196,00
<b>Rocormin Cia. Ltda.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	El Oro	Machala	\$1.407.787,08	\$4.851.307,67
<b>Oxalis S.A.</b>	Comercio	Costa	Guayas	Duran	\$37.495,59	\$126.156,47
<b>Pescimera S.A</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Manabí	Manta	\$5.444.409,42	\$4.760.644,67
<b>Solinag Cia. Ltda.</b>	Ganadería y Agricultura	Sierra	Azuay	Cuenca	\$298.017,88	\$3.615.852,78
<b>Suarez Salas Constructores S.A.</b>	Societario	Sierra	Santo Domingo	Santo Domingo	\$11.540.724,00	\$16.157.872,00
<b>Patrón costanero de carga pesada PACOSCAR PE S.A.</b>	Transporte de Carga por Carretera	Costa	Manabí	Portoviejo	\$129.371,98	\$1.644.573,58
<b>Bursal S.A.</b>	Minería	Costa	El Oro	Machala	\$6.353.443,55	\$204.510,37
<b>Cartones nacionales S.A.</b>	Fabricación de papel y cartón	Sierra	Azuay	Cuenca	\$85.074.721,00	\$55.223.487,60
<b>Talleres de servicios automotrices cedepa S.A.</b>	Automotores	Costa	Manabí	Manta	\$1.815.291,56	\$4.837.076,74
<b>Tudedisin S.A.</b>	Actividades Profesionales	Costa	Guayas	Guayaquil	\$173.665,10	\$943.811,63
<b>Productos Frescos Del Mar Profremar S.A</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Guayas	Guayaquil	\$214.775,03	\$951.600,00
<b>Artesa Cia. Ltda.</b>	Mercadería	Sierra	Azuay	Cuenca	\$379.951,84	\$931.736,26
<b>Empresa de soluciones tecnológicas REYNET-SOLUTEC Cia. Ltda.</b>	Comercio	Costa	Santo Domingo	Santo Domingo	\$1.523,34	\$16.388,20
<b>Transportes y grúas Manuel Jaramillo S.A</b>	Transporte de Carga por Carretera	Costa	Santo Domingo	Santo Domingo	\$7.330,22	\$154.905,33
<b>Credipinos Cia. Ltda.</b>	Comercio	Costa	El Oro	Machala	-\$45.337,49	\$119.513,34
<b>Agricultura Y Pesca Actividades Inmobiliarias Ecuatoriana de Servicios. Inmobiliaria y Construcción Eseico S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	El Oro	Machala	\$773.400,18	\$983.081,46
<b>Banafrut S.A.</b>	Mercado de valores	Sierra	Pichincha	Quito	\$11.588.863,00	\$67.059.200,00
<b>Concesionaria Del Guayas Concegua S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Los Ríos	Quevedo	\$431.701,93	\$994.559,76
<b>Constructora Thalia Victoria S.A.</b>	Societario	Costa	Guayas	Guayaquil	\$20.343.764,00	\$65.655.041,00
<b>Bkb Maquinaria</b>	Construcción	Costa	Guayas	Guayaquil	\$3.077.802,46	\$4.546.927,51
	Comercio	Sierra	Pichincha	Quito	\$750.072,21	\$4.870.910,05



<b>Industrial Cia. Ltda. León &amp; Carpio Construcción es Cia. Ltda.</b>	Societario	Sierra	Azuay	Cuenca	\$1.735.084,00	\$12.398.777,00
<b>Esfel S.A.</b>	Fabricación Química	Sierra	Azuay	Cuenca	\$16.036.789,70	\$8.863.830,10
<b>Cerámica Rialto SA</b>	Mercadería	Sierra	Azuay	Cuenca	\$51.743.085,80	\$27.506.617,44
<b>Asesores Figobsa S.A.</b>	Servicios Profesionales	Costa	Santo Domingo	Santo Domingo	\$167,28	\$21.746,89
<b>Cerámica Andina CA</b>	Mercadería	Sierra	Azuay	Cuenca	\$16.359.912,70	\$4.805.041,07
<b>Agrícola Odalía, S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Guayas	Guayaquil	\$773.100,36	\$972.903,04
<b>Agrodalia Dulty transport S.A.</b>	Transporte Y Almacenamiento	Costa	Guayas	Guayaquil	\$143.793,28	\$940.278,78
<b>Importadora Argudo Vélez Cia. Ltda.</b>	Comercio	Sierra	Azuay	Cuenca	\$158.156,06	\$993.587,99
<b>Serrano hat export Cia. Ltda.</b>	Industrias Textil	Sierra	Azuay	Cuenca	\$2.032.948,21	\$83.410,27
<b>Distribuidora De Motocicletas Motdis S.A.</b>	Comercio	Sierra	Azuay	Cuenca	\$533.964,84	\$4.792.373,11
<b>Textiles Del Pacífico Texpac Cia. Ltda.</b>	Industrias	Sierra	Pichincha	Quito	\$4.381.922,76	\$4.803.262,10
<b>Ranicor S.A.</b>	Construcción	Costa	Manabí	Portoviejo	\$518.365,95	\$4.914.863,80
<b>Crisval S.A.</b>	Comercio	Costa	Guayas	Guayaquil	\$272.648,86	\$958.606,35
<b>Marina D'or Guayas S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Guayas	Guayaquil	\$8.823,27	\$4.697.170,87
<b>Equiprotec Equipos Y Proyectos Tecnológicos Produderm S. A.</b>	Construcción	Costa	Guayas	Guayaquil	\$995.196,95	\$952.386,28
<b>Janec S.A</b>	Comercio	Sierra	Azuay	Cuenca	\$203.624,07	\$1.046.208,49
<b>Zonaconstru S.A.</b>	Transporte Y Almacenamiento	Costa	Guayas	Guayaquil	\$4.476.547,68	\$4.939.102,75
<b>Electrónica Telecomunicaciones Y Construcción es Eltecon Cia. Ltda.</b>	Comercio	Costa	Manabí	Manta	\$26.263,27	\$2.246.273,44
<b>Syworkfield Consultoría Estratégica S.A</b>	Información Y Comunicación	Sierra	Loja	Loja	\$774.098,40	\$920.088,55
<b>Roquicam Cia. Ltda.</b>	Comercio	Sierra	Pichincha	Quito	\$159.778,10	\$973.673,53
<b>Cavinsa S.A</b>	Ganadería y Agricultura	Costa	El Oro	Machala	\$318.824,22	\$185.925,56
<b>Náutica Del Pacífico S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Guayas	Guayaquil	\$1.346.551,07	\$961.828,79
<b>Naupasa Constructora Villacreces Andrade S.A.</b>	Transporte Y Almacenamiento	Galápagos	Galápagos	Puerto Ayora	\$2.386.002,12	\$4.785.417,57
<b>Agencia naviera Fernando Naranjo e</b>	Societario	Sierra	Pichincha	Quito	\$15.260.271,00	\$34.744.880,00
	Servicios de Transporte	Costa	Manabí	Portoviejo	\$1.445,83	\$97.718,56

<b>Hijas Ferbrian Cia. Ltda.</b>						
<b>Rolf Wittmer Turismo Galápagos Cia. Ltda.</b>	Transporte Y Almacenamiento	Galápagos	Galápagos	Puerto Ayora	\$3.378.076,57	\$4.566.456,39
<b>Exportadora K. Dorfzaun S.A.</b>	Industrias Textil	Sierra	Azuay	Cuenca	\$2.967.593,46	\$319.963,61
<b>Constructora Prohorizon S.A.</b>	Construcción	Costa	Guayas	Duran	\$649.890,18	\$7.374.955,78
<b>Hidalgo e Hidalgo S.A.</b>	Societario	Sierra	Pichincha	Quito	\$445.105.040,00	\$223.613.486,00
<b>Galapacific S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Galápagos	Galápagos	Puerto Ayora	\$8.104.089,69	\$4.711.541,54
<b>Cirkwitos S.A.</b>	Comercio	Sierra	Pichincha	Quito	\$3.799.888,19	\$4.823.332,85
<b>Ventas Y Mantenimiento De Equipo Técnico Cia. Ltda.</b>	Comercio	Sierra	Pichincha	Quito	\$275.999,51	\$966.782,93
<b>Venamet Furojani Obras y Proyectos S.A.</b>	Mercado de valores	Costa	Guayas	Guayaquil	\$9.104.759,00	\$30.506.629,00
<b>Edumigar S.A.</b>	Enseñanza	Costa	Guayas	Guayaquil	\$113.758,26	\$963.576,61
<b>Avícola del pacífico S.A. AVICOPAC Herdoiza Crespo Construcciones S.A.</b>	Comercio	Costa	Manabí	Portoviejo	\$335.214,68	\$1.414.759,40
<b>Camaroncorp S.A.</b>	Ganadería y Agricultura	Costa	El Oro	Machala	\$152.726,69	\$373.464,33
<b>Limbomar S.A.</b>	Comercio	Costa	Guayas	Duran	\$15.621.490,00	\$21.673.247,59
<b>Kuen S.A.</b>	Automotores	Sierra	Azuay	Cuenca	\$121.368,27	\$183.933,61
<b>Negocios Guaycha Cia. Ltda.</b>	Comercio	Costa	El Oro	Machala	\$194.403,32	\$3.307.692,44
<b>Kazan S.A.</b>	Agricultura Y Pesca	Costa	Guayas	Guayaquil	\$3.797.208,48	\$4.524.526,20

**Fuente:** Elaboración propia.

#### 2.1.4. Variables identificadas

Para determinar las variables de la presente investigación, se toma en consideración la fundamentación de Tapia (2015) quien plantea que las variables forman parte de una teoría o hipótesis y que estas adquieren el carácter de construcciones hipotéticas. Las variables pueden ser, dependientes (VD), o variables independientes (VI); las variables dependientes son aquellas que varían o pueden ser manipuladas por el investigador, por su parte las variables independientes son aquellas que no se afectan por nada de lo que haga el investigador. Por ello de acuerdo a las características de la presente investigación se determinan como:

Variable Independiente (VI): Tasa de Descuento.

Diferencial de Inflación entre EEUU y Ecuador. Riesgo País.

Variable Dependiente (VD): Valoración de las empresas en el Ecuador.

**Tabla 28:** Variables de la tesis.

<b>VARIABLES DEL ESTUDIO</b>	
<b>Sociodemográficas</b>	Edad del empresario Ciudad donde se ubica la empresa Sector de la economía al que pertenece la empresa Origen del capital de la empresa
<b>Tasa de Descuento</b>	Fuentes de financiamiento, propias y de terceros Inflación Rendimiento esperado del activo (CAPM) Productividad del capital Inversor local o globalmente diversificado Mercado emergente Coste de la Deuda Financiera,
<b>Diferencial de Inflación</b>	Competitividad de las empresas Costes de producción Créditos bancarios

<b>Riesgo País</b>	Índice de Precios al Consumidor Política monetaria Rentabilidad de las inversiones Tasa de inflación Tasa de crecimiento del PIB Instrumentos de política monetaria Situación Política Composición de los sectores económicos Rating soberano a largo plazo en moneda extranjera Relación Ingresos/deuda
<b>Valoración Empresarial en el Ecuador</b>	Rentabilidad de la inversión (ROI) Costo de capital. Información financiera Riesgo empresarial y riesgo financiero. Sobrevaloración de la tasa de descuento Proyección de los flujos de fondos

**Fuente:** Elaboración propia.

### 2.1.5. Selección de expertos

Para realizar la entrevista se seleccionaron 55 profesionales relacionados directa e indirectamente de las Ciencias Económicas, con conocimiento y experiencia en procesos de valoración de empresas. Estos debían cumplir con al menos uno de los siguientes parámetros.

- Economistas con más de 10 años de experiencia.
- Consultores del área de empresas con más de 10 años de experiencia.
- Docentes de la educación superior que impartan asignaturas relacionadas con la dirección y administración de empresas con más de 5 años de experiencia.

### 2.1.6. Selección de las fuentes

Las fuentes por su origen pueden ser primarias o secundarias, ellas posibilitan elaborar el planteamiento de investigación, la construcción del marco teórico y la realización del análisis documental. De acuerdo a los fines de la investigación se identifican como:

Fuentes primarias: Balances Generales, Estados Financieros y Estados de Resultados, Archivos de series históricas, Tesis con objeto de estudio similar al de la presente investigación, encuestas a especialistas, entrevistas a expertos, proyecciones y demás documentación corporativa (planes estratégicos).

Fuentes secundarias: Recolección de bibliografía, artículos de revistas generales y especializadas, internet, libros, fuentes de información citadas en el cuerpo de la presente investigación.

### **2.1.7. Diseño de instrumentos a aplicar**

A partir del estudio de diversos documentos y análisis empíricos se diseñó una encuesta compuesta por 10 preguntas cerradas, aplicada a los especialistas que en sus desempeños intervienen en procesos de valoración de empresas y temas afines. Se diseñó además una entrevista en profundidad semiestructurada compuesta por 12 preguntas, la que fue aplicada a los expertos que fueron seleccionados como tal, según el cumplimiento de los parámetros establecidos por el autor y de acuerdo a los indicadores que sugiere la literatura especializada en el tema. Para el diseño de ambos cuestionarios se siguieron los pasos y estructura de la escala Likert (Luna, 2012). (Ver anexos).

De acuerdo con las características de la investigación, se decidió utilizar además el estudio de caso único, ya que éste visto como estrategia de investigación empírica, posibilita captar aspectos subjetivos y objetivos dentro del contexto empresarial de manera concreta, abordar fenómenos contemporáneos

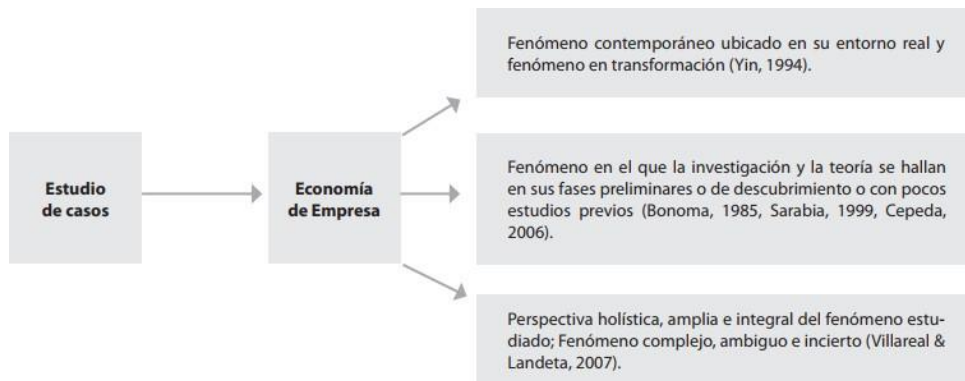
complejos, relacionados específicamente con los procesos de valoraciones de empresas, los que requieren explicar relaciones causales complejas y analizar procesos de cambio. Todo ello desde una postura profunda, amplia e integral del fenómeno estudiado.

Se tuvo en cuenta el criterio de Villarreal Larrinaga, y Landeta Rodríguez, (2010) sobre la utilidad del estudio de casos como metodología necesaria para el avance científico en la Dirección y Economía de la Empresa. Así como las afirmaciones que el estudio de casos no es sinónimo de investigación exclusivamente cualitativa, sino que también puede suponer una combinación de ambas al utilizar técnicas como la observación, entrevistas, cuestionarios, análisis de documentos, archivos, etc. (Eisenhardt, (1989); Monge, (2010).

Se asumieron además los postulados de Yin, (2009) y Eisenhardt, (1989) que fundamentan que el estudio de casos es una metodología de investigación empírica que permite analizar el objeto de estudio en su contexto real, mediante la utilización de múltiples fuentes de información ya sean cualitativa como cuantitativa (Villarreal Larrinaga, y Landeta Rodríguez, 2010), ambas con un enfoque inductivo y deductivo.

Como bien plantea Monge, (2010) existe una larga presencia e influencia de estudios de caso en la literatura e investigación científica con creciente utilización en las diversas áreas de la Economía de la Empresas; ésta ha sido estimulada por su contribución para facilitar la comprensión de los criterios de calidad empleados.

**Figura 15:** Justificación estudio de casos.



**Fuente:** Monge, (2010).

Otros planteamientos que sirven de fundamento para utilizar en esta investigación un estudio de caso único, son los de Cepeda citado en Monge, (2010); ellos coinciden sobre las razones por las que la investigación utilizando estudios de casos, es un modo de investigación viable en Economía de la Empresa. En primer lugar, argumentan que de esta forma el investigador puede estudiar el fenómeno objetivo o la empresa en su estado natural, conocer la situación, y generar teorías a partir de todo lo apreciado. En segundo lugar, porque permite al investigador responder al cómo y al por qué, percibiendo la naturaleza y complejidad de los procesos que toman lugar.

#### **Objetivos del caso:**

- Comprobar empíricamente la validez de las aportaciones metodológicas, relacionadas con los procesos de valoración de empresas para el Ecuador.

- Demostrar el cumplimiento de la hipótesis planteada en la investigación.

**Clasificación del caso:** Caso único que, de acuerdo con Yin, (2009) es ilustrativo, descriptivo y explicativo. Se trata de un caso único que por su importancia y significatividad se considera suficientemente válido para estudiar una situación muy concreta y obtener conclusiones certeras.

**Ámbito geográfico del caso:** Ecuador.

**Unidad de análisis del caso:** Empresa Plásticos Guayas S.A., enclavada dentro del entorno geográfico de Ecuador (Guayaquil), con un alto grado de desarrollo nacional e internacional, reconocida por sus resultados, prestigio y ejemplaridad tanto en procesos económicos consolidados, como de buen gobierno corporativo.

**Tipo de unidad de análisis del caso:** lógica, teórica y práctica (capacidad de generalización analítica del caso estudiado, siempre que se cumplan condiciones similares).

**Fecha que abarca la concepción del caso:** años 2012 – 2017 y con proyecciones hasta 2021.



### **2.1.8. Procesamiento y análisis de la información**

Para el análisis, procesamiento y posterior cruzamiento de la información se utilizaron técnicas de estadística descriptiva y de análisis estadístico multivariado, apoyados con el software estadístico SPSS, versión 22 x para Windows, así como para las gráficas y el manejo de las bases de datos, el programa MS Excel. A partir de la información obtenida se desarrollaron los procedimientos y análisis requeridos en dicho software estadístico. Posteriormente redactados y presentados mediante el uso del procesador de textos Microsoft Word.

## **2.2. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS**

En el presente epígrafe se muestra el análisis de los resultados de la aplicación de los diferentes instrumentos diseñados. El que parte de los resultados de la prueba de confiabilidad realizada.

### **Confiabilidad**

Para determinar la confiabilidad o la consistencia interna de los ítems de los cuestionarios, se halla el coeficiente Alpha de Cronbach, el cual determina el grado de correlación existente entre los indicadores para que midan la misma variable. Para determinar el coeficiente Cronbach se calcula la correlación de

cada reactivo o ítem con cada uno de los otros, resultando una gran cantidad de coeficientes de correlación.

El coeficiente Alpha de Cronbach puede tomar valores entre 0 y 1, donde 0 significa que la confiabilidad es nula y 1 se remite a la confiabilidad total. Por consiguiente, se debe reconocer que los factores están altamente correlacionados en la medida en que el coeficiente sea próximo a 1. El valor mínimo aceptable para el coeficiente alfa de Cronbach es 0.70; por debajo de ese valor la consistencia interna de la escala utilizada es baja. Por su parte, el valor máximo esperado es 0.90; por encima de este valor se considera que hay redundancia o duplicación.

Se toma como referencia para la valoración de la confiabilidad los siguientes rangos de magnitud:

**Tabla 29:** Valores coeficiente Alfa de Cronbach.

<b>Rango</b>	<b>Nivel de consistencia interna</b>
<b>0.81-1.00</b>	Muy alta
<b>0.61-0.80</b>	Alta
<b>0.41-0.60</b>	Moderada
<b>0.21-0.40</b>	Baja
<b>0.001-0.20</b>	Muy baja

**Fuente:** Elaboración propia.

Tomando como referencia los datos proporcionados en la tabla anterior, es posible establecer el nivel de consistencia interna de cada uno de los descriptores de los instrumentos aplicados que no poseen consistencia o fiabilidad.

Evaluated el alfa de Cronbach para todas preguntas del cuestionario, se obtiene:

**Tabla 30:** Estadísticos de fiabilidad.

<b>Alfa de Cronbach</b>	<b>Alfa de Cronbach basada en los elementos tipificados</b>	<b>N de elementos</b>
0,718	0,746	10

**Fuente:** Elaboración propia.

La confiabilidad obtenida 0,718 nos determina que el instrumento (cuestionario de 10 preguntas) aplicado a los 132 empresarios del Ecuador, posee nivel de consistencia alta.

### **Análisis Estadístico Descriptivo.**

Las preguntas de la encuesta quedaron estructuradas de la siguiente manera:

**Tabla 31:** Preguntas de la encuesta.

<b>No.</b>	<b>Indicador</b>
1	Al valorar una empresa, se requiere de mucho sentido común y pocos conocimientos técnicos.
2	Al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos.
3	La empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la Rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital.
4	Si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados.
5	La valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.
6	Al valorar la empresa debo incorporar el concepto de riesgo empresarial y riesgo financiero.
7	Al valorar la empresa debo considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.
8	Al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos.
9	Al valorar una empresa ecuatoriana, hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos.
10	La valoración de la empresa se realiza mediante la estimación del valor de sus activos.

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 32:** Estadísticos descriptivos. (Escala de Likert de 1 a 5, donde 1 es totalmente en desacuerdo y 5 es totalmente de acuerdo).

	<b>Media</b>	<b>Desviación típica</b>	<b>N</b>
<b>P01</b>	2,73	1,33	132
<b>P02</b>	3,15	0,796	132
<b>P03</b>	3,96	0,86	132
<b>P04</b>	3,84	0,915	132
<b>P05</b>	3,11	0,797	132
<b>P06</b>	3,26	0,87	132
<b>P07</b>	3,39	0,863	132
<b>P08</b>	3,58	1,064	132
<b>P09</b>	3,75	0,968	132
<b>P10</b>	3,86	0,982	132

**Fuente:** Elaboración propia.

La pregunta 1, que averigua acerca de si al valorar una empresa, se requiere de mucho sentido común y pocos conocimientos técnicos, tiene en promedio el menor valor 2,73 de opinión de los 132 empresarios encuestados, lo que indica que el concepto de los empresarios está en un punto intermedio, cercano a 3 en la escala definida, significa que los encuestados se manifiestan, ni en acuerdo ni en desacuerdo respecto a la interrogante realizada, además corresponde a la desviación típica más alta mostrando un 1,33, representando esta cifra, que es la pregunta con mayor variabilidad o variación en su respuesta, y con más incertidumbre dentro de los encuestados.

Algo similar corresponde con la pregunta 2, que nos muestra la opinión de los encuestados referente a si al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos, respecto al valor promedio de las opiniones de los empresarios, el cual es 3,15, interpretado como: ni de acuerdo, ni en desacuerdo, en la escala Likert definida, sin embargo, la desviación estándar es

la más “pequeña” en cantidad, en este caso 0,796, lo que traduce en que las opiniones de los empresarios tiene la menor variación.

Los resultados de la pregunta 3, que indaga si la empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI) es mayor al costo de capital, muestran que existe una media de la opinión de los encuestados representada por el 3.96, que manifiestan estar de acuerdo con esta aseveración, mostrando una variabilidad de 0,86, resultado que ratifica que están de acuerdo la mayoría de los encuestados en lo que opinan sobre la rentabilidad de la inversión.

Respecto a la pregunta 4 que versa sobre, si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello, es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados, el cual es la variable dependiente, la mayoría de los encuestados opinan que ese es el método que utilizaría para valorar las empresas. Esta pregunta se considerada la variable dependiente, en cantidad representa un valor de 3,84 y una desviación estándar de 0,915, evidenciado por la tendencia a opinar afirmativamente a esta pregunta.

La pregunta 5, en la que se indaga sobre si la valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución, los encuestados muestran cierta dicotomía en sus opiniones, pues el valor de la media de las opiniones es de 3,11, lo que indica que están ni en acuerdo ni en desacuerdo, con el planteamiento que ella encierra. La desviación estándar es de 0,797, lo que nos permite concluir que es una

pregunta discriminante para el análisis que se está realizando dentro de la investigación y se debe tener en cuenta para el modelo predictivo que se plantea.

Al valorar la empresa debo incorporar el concepto de riesgo empresarial y riesgo financiero, expresado en la pregunta 6, y la pregunta 7, en la que se plantea que al valorar la empresa debo considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos, han obtenido un promedio de respuestas muy similares correspondientes a 3,26 y 3,29 respectivamente y medida de variabilidad (desviación estándar) 0,87 y 0,86 también muy similares, preguntas relacionadas con la con las condiciones financieras de las empresas, lo que nos permite concluir que estas dos preguntas tienen un vínculo de similitud entre las variables que se analizan.

En la pregunta 8, referente al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto a los Estados Unidos, los 132 encuestados opinan en 3,58 con una desviación de 1,064 muestra que hay una leve tendencia a concluir que las opiniones de los empresarios ecuatorianos están de acuerdo en tener en cuenta el diferencial de inflación entre El Ecuador y los Estados Unidos al valorar una empresa, confirmándose la hipótesis de la presente investigación.

En la pregunta 9 se cuestiona si al valorar una empresa ecuatoriana, hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos, a lo que los encuestados respondieron en promedio de 3,75, mostrando una variabilidad con una desviación estándar de

0,968, significando que los encuestados están de acuerdo con la afirmación expresada en dicha pregunta.

La pregunta 10, que averigua la opinión de los empresarios encuestados sobre la valoración de la empresa mediante la estimación del valor de sus activos, trajo como resultado que como promedio opinaron 3,86, con una desviación estándar de 0,982, indicando estos valores que los encuestados están de acuerdo, aproximándose a estar totalmente de acuerdo, respecto a la afirmación de esta pregunta, mostrando en cierta manera algo de obiedad en las respuestas.

### **Relación de dependencia entre estas variables**

Para efecto del análisis estadístico, a continuación, se describirá técnicamente como se propone la relación de dependencia entre estas variables.

Es posible establecer una relación funcional entre las variables de la siguiente manera:

$$VE_{Ecuador} = F(TD, DI, RP)$$

$$VE_{Ecuador} = \beta_0 + \beta_1 TD + \beta_2 DI + \beta_3 RP$$

Esta relación, basados en la encuesta realizada a los 132 empresarios, implica que, para valorar una empresa en el Ecuador, aunque no se considera el

Diferencial de Inflación entre EEUU y Ecuador, este concepto se debe tener en cuenta de manera real, siendo esta la hipótesis de investigación.

Donde:

$$X, \beta_0, \beta_1, \beta_2, \text{ y } \beta_3$$

Son los coeficientes a calcular, en base a la información de la encuesta. Los que determinan respectivamente, el nivel de importancia que dan a cada una de las variables de acuerdo al propósito de la investigación.

### Matriz de Correlaciones.

La siguiente tabla corresponde a la matriz de correlaciones, en ella se evidencia cómo las variables están correlacionadas, es decir, si hay alta relación entre las variables independientes y de manera significativa.

**Tabla 33:** Matriz de correlaciones.

		P01	P02	P03	P05	P06	P07	P08	P10	P09
<b>P01</b>	Corr de Pearson	1	0,154	0,158	,173*	-0,092	-0,128	0,071	-0,018	-0,022
	Sig. (bilateral)		0,079	0,07	0,048	0,293	0,144	0,419	0,84	0,8
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
<b>P02</b>	Corr de Pearson	0,154	1	,377**	,334**	0,075	,235**	,239**	,224**	0,05
	Sig. (bilateral)	0,079		0,000	0,000	0,39	0,007	0,006	0,01	0,573
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
<b>P03</b>	Corr de Pearson	0,158	,377**	1	,396**	,207*	,257**	,274**	,328**	,255**
	Sig. (bilateral)	0,07	0		0,000	0,017	0,003	0,001	0,000	0,003
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132



<b>P 0 5</b>	Corr de Pearson	,173*	,334**	,396**	1	,265**	,312**	0,12	,177*	,235**
	Sig. (bilateral)	0,048	0	0		0,002	0,000	0,17	0,042	0,007
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
<b>P 0 6</b>	Corr de Pearson	-0,092	0,075	,207*	,265**	1	,484**	,177*	0,133	,313**
	Sig. (bilateral)	0,293	0,39	0,017	0,002		0,000	0,043	0,128	0,000
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
<b>P 0 7</b>	Corr de Pearson	-0,128	,235**	,257**	,312**	,484**	1	0,125	,230**	,356**
	Sig. (bilateral)	0,144	0,007	0,003	0,000	0,000		0,152	0,008	0,000
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
<b>P 0 8</b>	Corr de Pearson	0,071	,239**	,274**	0,12	,177*	0,125	1	,453**	,215*
	Sig. (bilateral)	0,419	0,006	0,001	0,17	0,043	0,152		0,000	0,013
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
<b>P 1 0</b>	Corr de Pearson	-0,018	,224**	,328**	,177*	0,133	,230**	,453**	1	,404**
	Sig. (bilateral)	0,84	0,01	0,000	0,042	0,128	0,008	0,000		0,000
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132
<b>P 0 9</b>	Corr de Pearson	-0,022	0,05	,255**	,235**	,313**	,356**	,215*	,404**	1
	Sig. (bilateral)	0,8	0,573	0,003	0,007	0,000	0,000	0,013	0,000	
	N	132	132	132	132	132	132	132	132	132

\*. La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

\*\*. La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

**Fuente:** Elaboración propia.

La matriz nos muestra que existe una relación lineal entre las variables asociadas a las preguntas del cuestionario que se aplicó a los 132 empresarios, la correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral) y la correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral) entre las variables, como son los casos relacionados con la pregunta 2, al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos, están relacionadas de manera directamente lineal y positivamente, con las preguntas 3, 5, 7, 8 y 10, entendiéndose esto como:

- La empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital.

- La valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.

- Al valorar la empresa debo considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.

- Al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos.

- La valoración de la empresa se realiza mediante la estimación del valor de sus activos.

Estas relaciones son positivas, lo que significa una proporción directa donde, cuanto mayor sea la opinión que al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos, mayor es la opinión de que la empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital.

Cuanto mayor sea la opinión de que al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos, mayor es la opinión de que la valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.

Hay relación directa entre la opinión, porque cuanto mayor sea la opinión de que al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente

establecidos, mayor es la opinión de que al valorar la empresa debo considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.

La relación lineal que hay entre la opinión de que, al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos, mayor es la opinión de que al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos, es positiva y significativa.

Como se ha expresado en el marco teórico es usual que en el Ecuador se acuda a la valoración de las empresas mediante la técnica de descuento de los flujos de caja futuros esperados, por tanto, se asume que esta es la variable dependiente (Pregunta 4 o P04), las demás se consideran variables independientes.

Lo que el modelo hipotético:

$$VE_{Ecuador} = \beta_0 + \beta_1 TD + \beta_2 DI + \beta_3 RP$$

Lo expresaremos de manera particular con las variables estudiada así:

$$P04 = \beta_0 + \beta_1 P01 + \beta_2 P02 + \beta_3 P03 + \beta_5 P05 + \beta_6 P06 + \beta_7 P07 + \beta_8 P08 \\ + \beta_9 P09 + \beta_{10} P10$$

Utilizando el método paso a paso (*step by step*) en regresión lineal múltiple con el propósito de definir las variables que aportan a la descripción del modelo, se logró identificar:

**Tabla 34:** Variables introducidas/eliminadas<sup>b</sup>.

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	P01, P02, P03, P05, P06, P07, P08, P09, P10	-	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas.

b. Variable dependiente: P04

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 35:** Resumen del modelo<sup>b</sup>.

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin - Watson
1	0,625 <sup>a</sup>	0,39	0,345	0,74	1,765

a. Variables predictoras: (Constante), P10, P01, P02, P08, P06, P05, P03, P09, P07

b. Variable dependiente: P04

**Fuente:** Elaboración propia.

El valor de R=0,625 y R-cuadrado=0,390, indica que en esa proporción el modelo lineal:

$$P04 = \beta_0 + \beta_1 P01 + \beta_2 P02 + \beta_3 P03 + \beta_5 P05 + \beta_6 P06 + \beta_7 P07 + \beta_8 P08 + \beta_9 P09 + \beta_{10} P10$$

Representa la relación lineal entre las variables dependiente P04, si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados y las otras nueve variables P10, P01, P02, P08, P06, P05, P03, P09 y P07.

**Tabla 36:** Análisis de varianza ANOVA<sup>b</sup>.

Modelo	Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1 Regresión	42,802	9	4,756	8,678	,000 <sup>a</sup>
Residual	66,857	122	0,548		
Total	109,659	131			

a. Variables predictoras: (Constante), P10, P01, P02, P08, P06, P05, P03, P09, P07

b. Variable dependiente: P04

**Fuente:** Elaboración propia.

La tabla 36, de Análisis de Varianza (ANOVA) muestra un sig. 0.000 que nos permite aceptar la hipótesis nula de que la relación lineal entre las variables dependiente P04, si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados y las otras nueve variables P10, P01, P02, P08, P06, P05, P03, P09 y P07.

Mediante el siguiente ajuste: Modelo completo

$$P04 = \beta_0 + \beta_1 P01 + \beta_2 P02 + \beta_3 P03 + \beta_5 P05 + \beta_6 P06 + \beta_7 P07 + \beta_8 P08 + \beta_9 P09 + \beta_{10} P10$$

**Tabla 37:** Coeficientes<sup>a</sup>.

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados			Estadísticos de colinealidad	
	B	Error típ.	Beta	t	Sig.	Tolerancia	FIV
1 (Cte)	0,406	0,447		0,908	0,365		
P01	0,049	0,051	0,071	0,957	0,341	0,896	1,116
P02	0,009	0,094	0,008	0,093	0,926	0,753	1,328
P03	0,227	0,09	0,214	2,525	0,013	0,698	1,433
P05	0,224	0,095	0,195	2,352	0,02	0,728	1,374
P06	0,154	0,088	0,147	1,746	0,083	0,708	1,413
P07	0,269	0,093	0,254	2,888	0,005	0,648	1,543

P08	-0,081	0,07	-0,095	-1,158	0,249	0,747	1,339
P10	0,069	0,081	0,074	0,846	0,399	0,657	1,521
P09	0,076	0,079	0,081	0,967	0,335	0,717	1,395

a. Variable dependiente: P04

**Fuente:** Elaboración propia.

Representado en el caso particular con los coeficientes que se muestran en la tabla 37 como:

$$P04 = 0,406 + 0,049P01 + 0,09P02 + 0,227P03 + 0,224P05 + 0,154P06 + 0,269P07 - 0,081P08 + 0,076P09 + 0,076P10$$

Como se observa los valores de los coeficientes (valores betas) asociados a las preguntas P01, P02 y P10, las cuales son respectivamente:

- Al valorar una empresa, se requiere de mucho sentido común y pocos conocimientos técnicos.
- Al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos.
- La valoración de la empresa se realiza mediante la estimación del valor de sus activos.

Estos valores son prácticamente cero (0,049, 0,09 y 0,076) lo que significa que aportan muy poco al modelo, pero sí pueden afectar al modelo de predicción, por tanto, se sugiere reestructurar el modelo omitiendo estas variables, obteniéndose el siguiente “nuevo” modelo:

Modelo sin P01, P02 y P10

**Tabla 38:** Variables introducidas/eliminadas<sup>b</sup>.

Modelo	VARIABLES INTRODUCIDAS	VARIABLES ELIMINADAS	Método
1	P03, P05, P06, P07, P08, P9	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas.

b. Variable dependiente: P04

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 39:** Resumen del modelo<sup>b</sup>.

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin - Watson
1	,618 <sup>a</sup>	0,382	0,353	0,736	1,724

a. Variables predictoras: (Constante), P09, P08, P05, P06, P03, P07

b. Variable dependiente: P04

**Fuente:** Elaboración propia.

El valor de R=0,618 y R-cuadrado=0,382, indica que en esa proporción el modelo lineal:

$$P04 = \beta_0 + \beta_3 P03 + \beta_5 P05 + \beta_6 P06 + \beta_7 P07 + \beta_8 P08 + \beta_9 P09$$

Representa la relación lineal entre las variables dependiente P04, si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados y las otras seis variables P08, P06, P05, P03, P09 y P07.

**Tabla 40:** Análisis de varianza ANOVA<sup>b</sup>.

Modelo	Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	egresión	41,945	6	6,991	
	residual	67,714	125	0,542	12,905
	total	109,659	131		,000 <sup>a</sup>

a. Variables predictoras: (Constante), P10, P08, P05, P06, P03, P07

b. Variable dependiente: P04

**Fuente:** Elaboración propia.

La tabla 58 de Análisis de Varianza (ANOVA) muestra un sig. 0.000 y nos permite aceptar la hipótesis nula de que la relación lineal entre las variables dependiente P04, si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados y las otras nueve variables P08, P06, P05, P03, P09 y P07.

**Tabla 41:** Coeficientes<sup>a</sup>.

Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.
	B	Error típ.	Beta		
(Constante)	0,584	0,412		1,42	0,158
P03	0,252	0,085	0,237	2,95	0,004
P05	0,242	0,091	0,211	2,654	0,009
1 P06	0,139	0,087	0,133	1,609	0,11
P07	0,264	0,09	0,249	2,938	0,004
P08	-0,055	0,064	-0,064	-0,855	0,394
P09	0,094	0,074	0,099	1,266	0,208

**Fuente:** Elaboración propia.

Teniendo en cuenta la anterior tabla de coeficientes y mediante el siguiente ajuste:

$$P04 = 0,584 + 0,252P03 + 0,242P05 + 0,139P06 + 0,264P07 - 0,055P08 + 0,094P10$$

Lo podemos expresar como:

▪ Si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados,



### **Depende de:**

- La empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital.
- La valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.
- Al valorar la empresa debo incorporar el concepto de riesgo empresarial y riesgo financiero.
- Al valorar la empresa debo considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.
- Al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos.
- Al valorar una empresa ecuatoriana, hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos.

### **Análisis Factorial**

Para evaluar la validez de criterio del instrumento (test) aplicado a los empresarios, se le evaluó la medida de adecuación, el KMO (Kaiser-Meyer-Olkin) el cual debe ser superior a 0,5 y la prueba de esfericidad de Barlett, que debe tener una significancia (sig.) inferior a 0.05, a continuación, se muestran las salidas reportadas por el programa SPSS, en cada caso:

**Tabla 42:** KMO y prueba de Bartlett.

<b>Medida de adecuación muestral de Kaiser-Meyer-Olkin.</b>		0,675
<b>Prueba de esfericidad de Bartlett</b>	Chi-cuadrado aproximado	127,326
	gl	15
	Sig.	0,000

**Fuente:** Elaboración propia.

Como se nota, el test cumple los criterios definidos, por tanto, el test cumple las condiciones estadísticas exigidas en los que se refiere a la validez de criterio, porque los valores en este caso son 0,675 y 0,000 respectivamente.

**Tabla 43:** Matriz de componentes rotados<sup>a</sup>.

	<b>Componente</b>		
	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b>P03</b>	0,332	0,068	0,768
<b>P05</b>	-0,032	0,235	0,840
<b>P06</b>	0,091	0,869	0,079
<b>P07</b>	0,098	0,813	0,217
<b>P08</b>	0,854	0,092	0,037
<b>P10</b>	0,806	0,093	0,191

Método de extracción: Análisis de componentes principales.

Método de rotación: Normalización Varimax con Kaiser.

a. La rotación ha convergido en 5 iteraciones.

**Fuente:** Elaboración propia.

El factor 1 lo conforman: Variables asociadas al Diferencial de Inflación entre EEUU y Ecuador.

P08: En empresas constituidas en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos.

P10: Hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos.

El factor 2 lo conforman: Variables asociadas a Riesgo País.

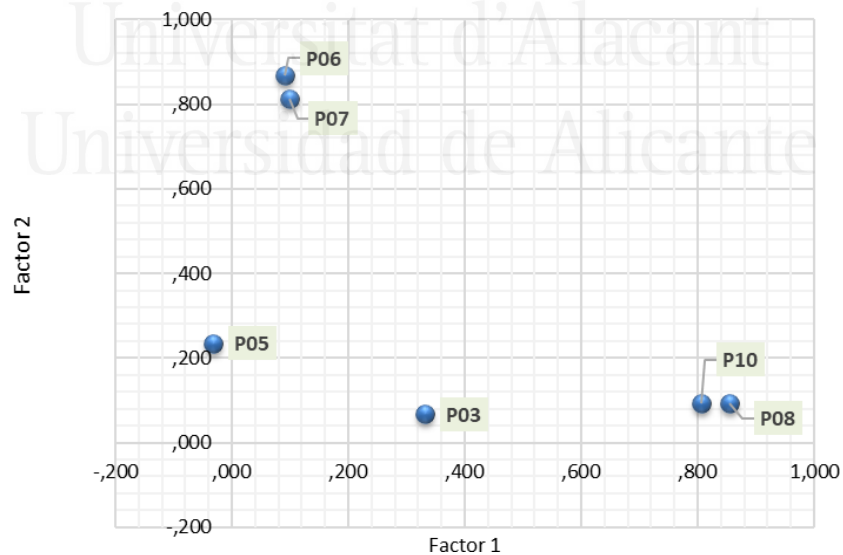
P06: Se debe incorporar el concepto de riesgo empresarial y riesgo financiero. P07: Se debe considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.

El factor 3 lo conforman: Variables asociadas a Tasa de Descuento.

P03: Deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital.

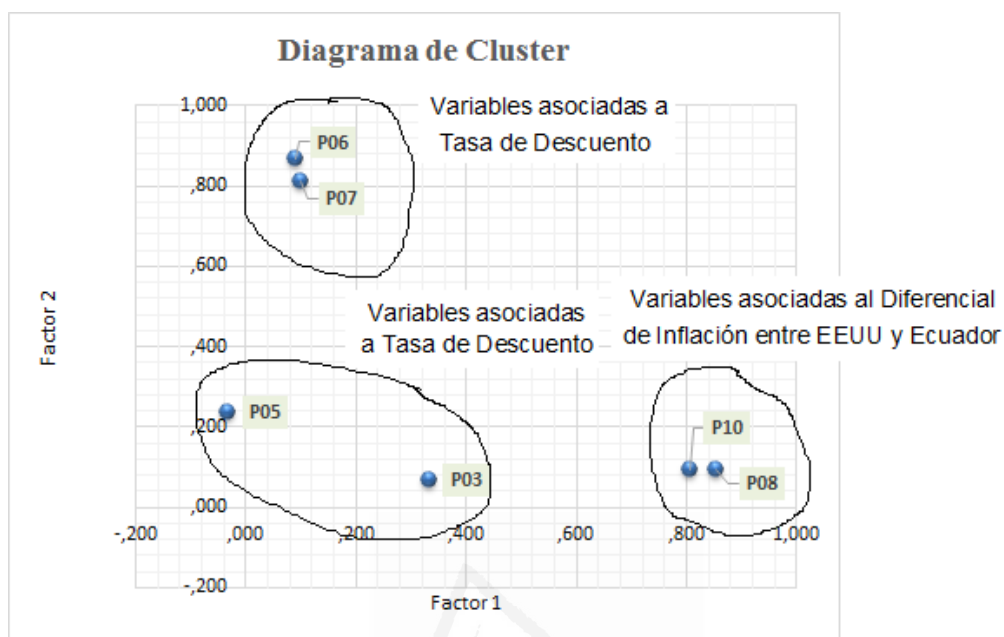
P05: Es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.

**Figura 16:** Diagrama de Cluster 1.



**Fuente:** Elaboración Propia.

**Figura 17:** Diagrama de Cluster 2.



**Fuente:** Elaboración Propia.

Se evidencia en este diagrama la conformación de los tres cluster, asociados a Riesgo País, al Diferencial de Inflación entre EEUU y Ecuador y a la Tasa de Descuento.

Verificándose la relación funcional multilínea entre las variables, así:

$$VE_{Ecuador} = F(TD, DI, RP)$$

$$VE_{Ecuador} = \beta_0 + \beta_1 TD + \beta_2 DI + \beta_3 RP$$

Asociando las preguntas del cuestionario aplicado a las variables de modelo de la siguiente manera:

- Variables asociadas al Diferencial de Inflación entre EEUU y Ecuador.

Preguntas en la encuesta:

P08: En empresas constituidas en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos.

P10: Hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos.

- Variables asociadas a Riesgo País.

Preguntas en la encuesta:

P06: Se debe incorporar el concepto de riesgo empresarial y riesgo financiero.

P07: Se debe considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.

- Variables asociadas a Tasa de Descuento.

Preguntas en la encuesta:

P03: Deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital.

P05: Es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.

Al rotar los factores se observa que se puede establecer similitud entre los grupos de preguntas, dado porque en la pregunta 10: hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos y la pregunta 8: en empresas constituidas en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos. Se pueden agrupar como variables asociadas al Diferencial de Inflación entre EEUU y Ecuador, pues su vecindad, nos indica un agrupamiento, de acuerdo al modelo lineal que se propuso, el cual establece de manera directa la relación entre las variables objeto de estudio.

Es importante identificar en este clúster, la influencia que tiene la pregunta 8 la cual, en la hipótesis de investigación, ratifica la importancia de considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos, cuando se valora una empresa en el Ecuador.

Como un segundo grupo de variables agrupadas, según el modelo lineal definido, se encuentran, las variables asociadas a Riesgo País, ellas son, las preguntas 6: se debe incorporar el concepto de riesgo empresarial y riesgo financiero y la pregunta 7: se debe considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos. Estas generan el clúster de las variables asociadas al Riesgo país.

En un tercer grupo o clúster se tienen las variables asociadas a la tasa de descuento, correspondientes a la pregunta 3: deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI) y la preguntas 5: es una

ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución. Generándose el clúster de Tasa de descuento.

A continuación, se expone el análisis de los resultados de la encuesta aplicada como parte de los instrumentos de la investigación para una población objetivo de 201 empresas y una muestra poblacional de 132 encuestados.

### 2.2.1. Análisis de los resultados de la encuesta aplicada

#### Análisis Estadístico Descriptivo

#### Información Sociodemográfica

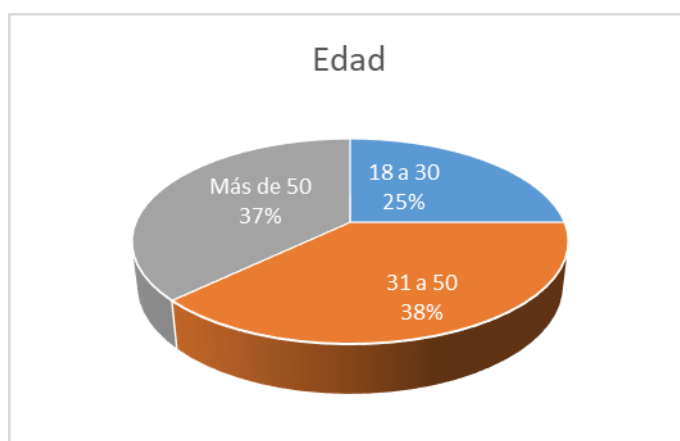
Edad de los responsables (gerentes, administradores) de las empresas quienes contestaron la encuesta:

**Tabla 44:** Información sociodemográfica.

Entre	Frecuencia	Porcentaje	Porcentaje acumulado
<b>18 a 30</b>	33	25,00%	25,00%
<b>31 a 50</b>	50	37,90%	62,90%
<b>Más de 50</b>	49	37,10%	100,00%
<b>Total</b>	132	100,00%	

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 18:** Información sociodemográfica.



**Fuente:** Elaboración Propia.

En la figura se muestra que el rango de edad más representativo del total de encuestados fue el comprendido de 31 a 50 años, identificado por el 38%, seguido en orden descendente por el rango de edad de más de 50 años, con una representación del 37% y en una menor participación de encuestados, se muestra el rango de edad comprendido de 18 a 30 años con un 25%.

Las ciudades donde se encuentran registradas las empresas encuestadas.

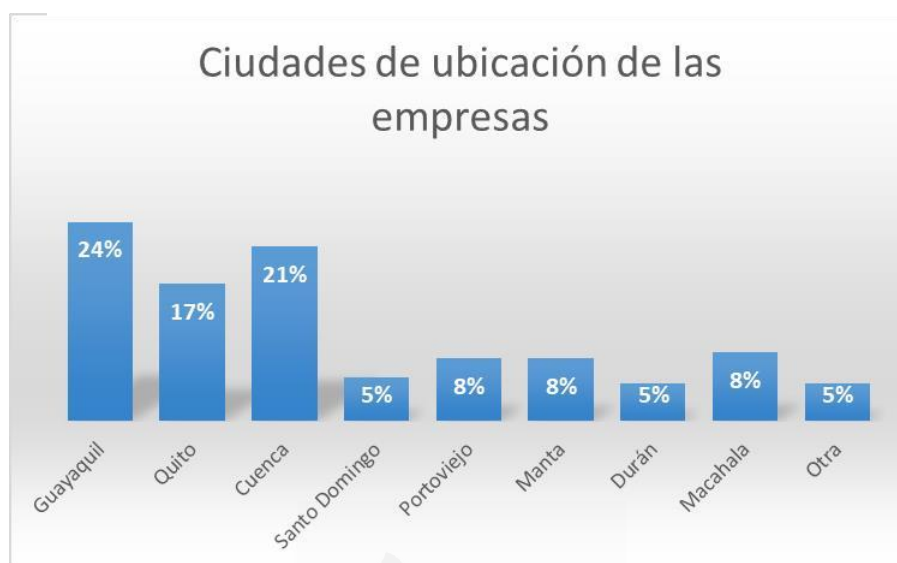
**Tabla 45:** Distribución geográfica (frecuencia y porcentajes).

	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>	
	Guayaquil	32	24,2%
	Quito	22	16,7%
	Cuenca	28	21,2%
	Santo Domingo	7	5,3%
<b>Válidos</b>	Portoviejo	10	7,6%
	Manta	10	7,6%
	Durán	6	4,5%
	Machala	11	8,3%
	Otra	6	4,5%
	Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.



**Figura 19:** Distribución geográfica. (porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

Del total de encuestados, el mayor porcentaje está representando en el 24%, expresó que su centro laboral, empresa o compañía estaba ubicada en Guayaquil, el 21% en Cuenca, seguido de Quito con un 17% y en ese orden descendente se reflejan sucesivamente las ciudades de Machala, Manta y Porto Viejo con un 8% y un 5% quedan representadas Santo Domingo, Durán y otras ciudades.

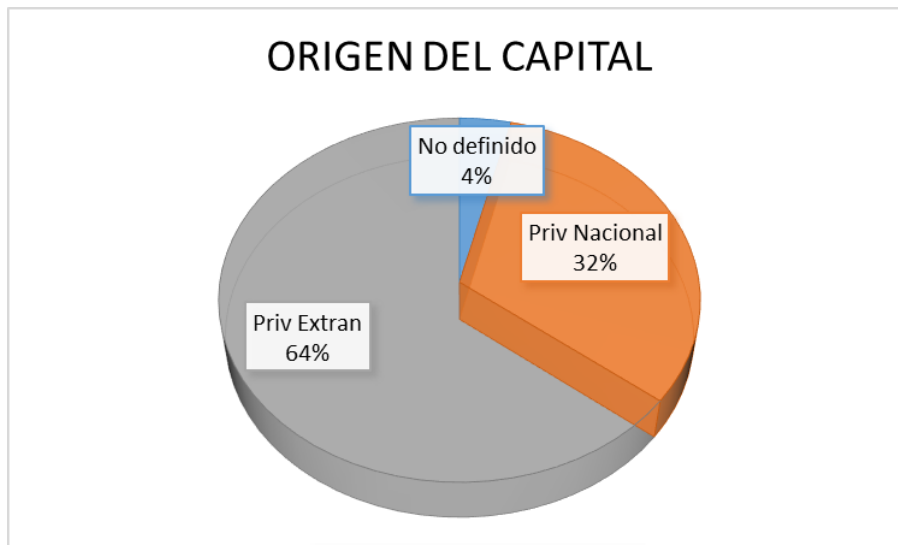
El origen del capital de las empresas encuestadas, se describe en la siguiente tabla:

**Tabla 46:** Origen del capital (frecuencia y porcentajes).

	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
<b>Origen del Capital</b>		
No definido	5	3,8%
Priv Nacional	42	31,8%
Priv Extran	85	64,4%
Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 20:** Origen del capital (porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

La mayoría de los encuestados manifestaron que su empresa se clasifica como privada extranjera en el 64%, mientras que el 32% la clasifica como privada nacional y el 4% no se definió.

**Tabla 47:** Estadísticos descriptivos.

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.	Varianza
<b>P01</b>	132	1	5	2,73	1,33	1,769
<b>P02</b>	132	1	5	3,15	0,796	0,633
<b>P03</b>	132	2	5	3,96	0,86	0,739
<b>P04</b>	132	1	5	3,84	0,915	0,837
<b>P05</b>	132	1	5	3,11	0,797	0,636
<b>P06</b>	132	1	5	3,25	0,85	0,723
<b>P07</b>	132	2	5	3,39	0,863	0,744
<b>P08</b>	132	1	5	3,58	1,064	1,132
<b>P10</b>	132	2	5	3,86	0,982	0,964
<b>P09</b>	132	1	5	3,75	0,968	0,937
<b>Ha Valorado</b>	132	0	1	0,42	0,495	0,245

**Fuente:** Elaboración propia.

De acuerdo al cuestionario aplicado, el cual se anexa, se codifican las preguntas en él, de la siguiente manera:

**Tabla 48:** Codificación de preguntas.

Ítem	Pregunta
P1	Al valorar una empresa, se requiere de mucho sentido común y pocos conocimientos técnicos.
P2	Al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos.
P3	La empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital.
P4	Si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados.
P5	La valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.
P6	Al valorar la empresa debo incorporar el concepto de riesgo de negocio y riesgo financiero.
P7	Al valorar la empresa debo considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.
P8	Al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos.
P9	La valoración de la empresa se realiza mediante la estimación del valor de sus activos.
P10	Al valorar una empresa ecuatoriana, hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos.

**Fuente:** Elaboración propia.

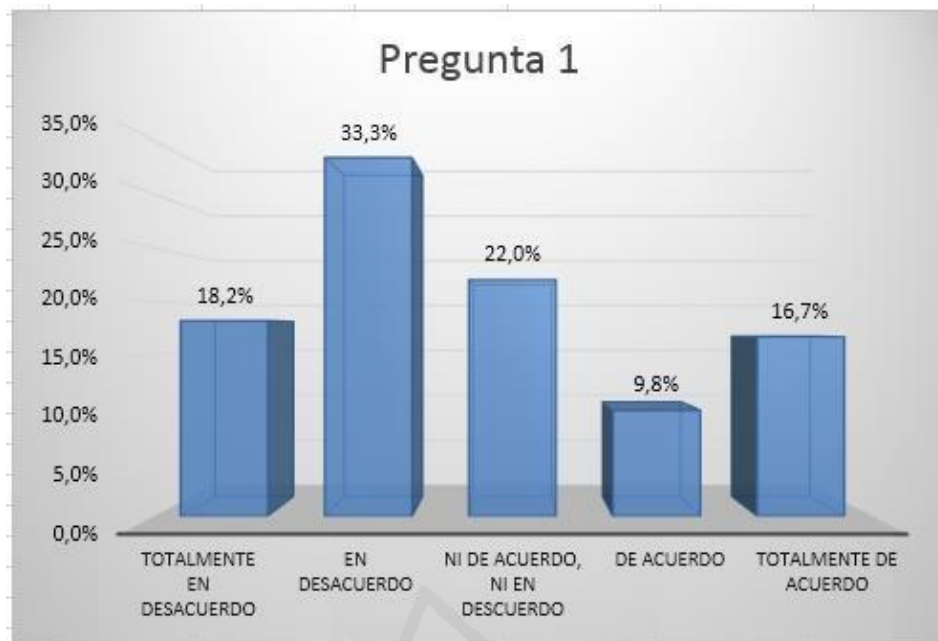
Pregunta 1. Al valorar una empresa, se requiere de mucho sentido común y pocos conocimientos técnicos.

**Tabla 49:** Pregunta 1 (frecuencia y porcentajes).

Pregunta 1	Frecuencia	Porcentaje
Totalmente en desacuerdo	24	18,2%
En desacuerdo	44	33,3%
Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	29	22,0%
<b>Criterios</b> De acuerdo	13	9,8%
Totalmente de acuerdo	22	16,7%
Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 21:** Pregunta 1 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

De la afirmación, al valorar una empresa, se requiere de mucho sentido común y pocos conocimientos técnicos, los encuestados opinan en un 33,3% estar en desacuerdo. En un 22,0% de los encuestados optaron una posición neutral, y si sumamos los de opinión de acuerdo y totalmente de acuerdo, se obtiene 25,5%, lo que indica que los empresarios del Ecuador, respecto a esta pregunta, han asumido que, al valorar una empresa, están en desacuerdo que se requiera de mucho sentido común y pocos conocimientos técnicos.

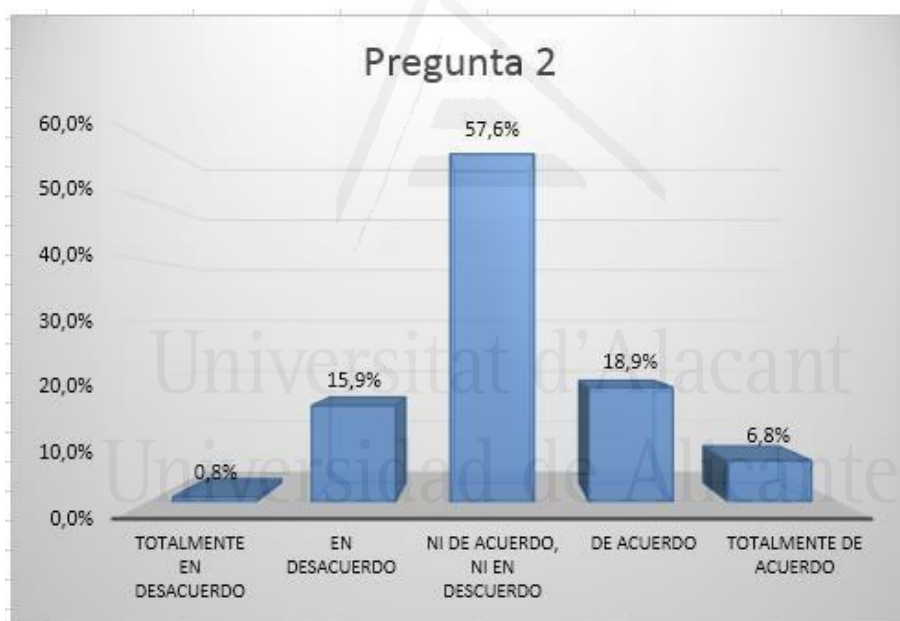
Pregunta 2. Al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos.

**Tabla 50:** Pregunta 2 (frecuencia y porcentajes).

<b>Pregunta 2</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
Totalmente en desacuerdo	1	0,8%
En desacuerdo	21	15,9%
<b>Criterios</b> Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	76	57,6%
De acuerdo	25	18,9%
Totalmente de acuerdo	9	6,8%
Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 22:** Pregunta 2 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

Respecto a la pregunta, al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos, los encuestados, en general, optaron por una posición neutral. Se evidencia en el 57,6% de las opiniones de ni de acuerdo ni en desacuerdo. En esta pregunta los encuestados asumieron una

posición neutral, con una leve tendencia a estar de acuerdo en cuanto a considerar los estándares internacionalmente establecidos, al valorar una empresa en el Ecuador.

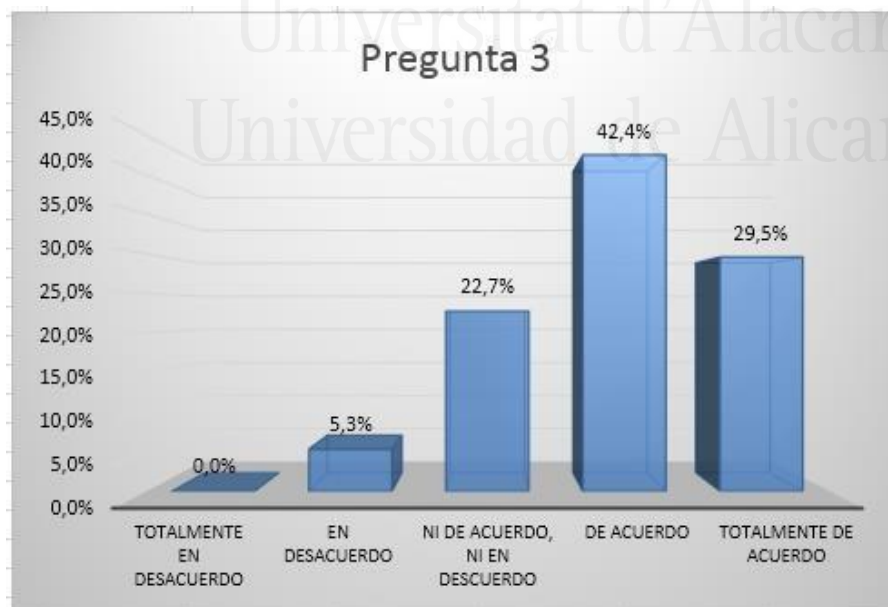
Pregunta 3. La empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la Rentabilidad de la Inversión (ROI), es mayor al costo de capital.

**Tabla 51:** Pregunta 3 (frecuencia y porcentajes).

<b>Pregunta 3</b>		<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
<b>Criterios</b>	Totalmente en desacuerdo	7	5,3%
	En desacuerdo	30	22,7%
	Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	56	42,4%
	De acuerdo	39	29,5%
	Totalmente de acuerdo	7	5,3%
	Total	132	100%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 23:** Pregunta 3 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

En las respuestas dadas a la pregunta: la empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la Rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital., prevalece la opinión de estar en desacuerdo, con un valor porcentual de 42.4%. Y si consideramos de manera simultánea las opiniones de acuerdo y totalmente de acuerdo se logra el 71,9% lo que nos muestra una unanimidad en las opiniones de los empresarios al considera que, al valorar una empresa en el Ecuador, la empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital, lo que nos permite inducir las capacidades predictivas de los empresarios.

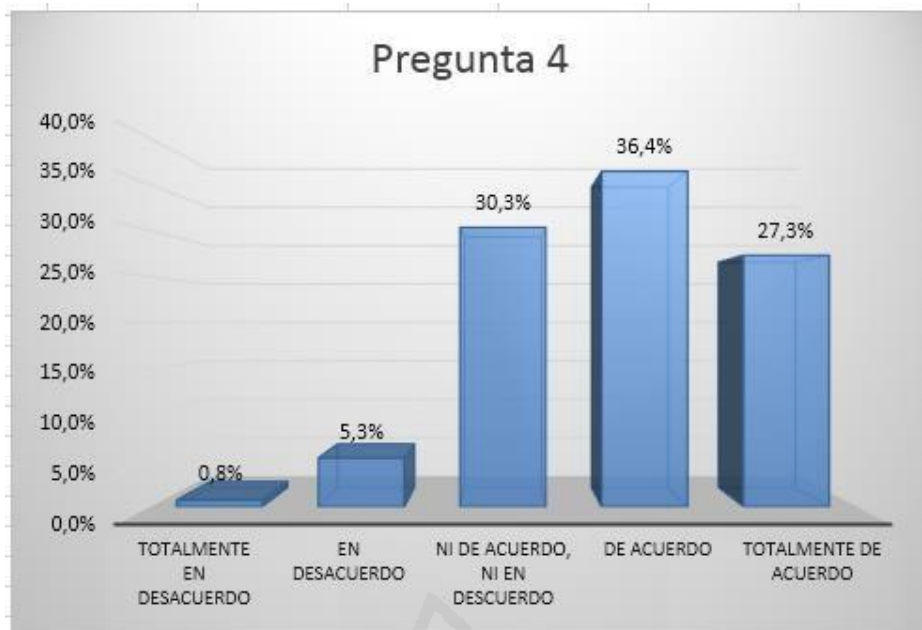
Pregunta 4. Si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados.

**Tabla 52:** Pregunta 4 (frecuencia y porcentajes).

<b>Pregunta 4</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
Totalmente en desacuerdo	1	0,8%
En desacuerdo	7	5,3%
<b>Criterios</b> Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	40	30,3%
De acuerdo	48	36,4%
Totalmente de acuerdo	36	27,3%
Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 24:** Pregunta 4 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

En cuanto a la pregunta: si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados, los encuestados opinaron, en un 36,4% estar de acuerdo y en un 27,3% en totalmente de acuerdo, al sumar estas dos cifras se obtiene un 63,7% de opiniones afirmativas, mostrando que para valorar las empresas en el Ecuador el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados.

Pregunta 5. La valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.

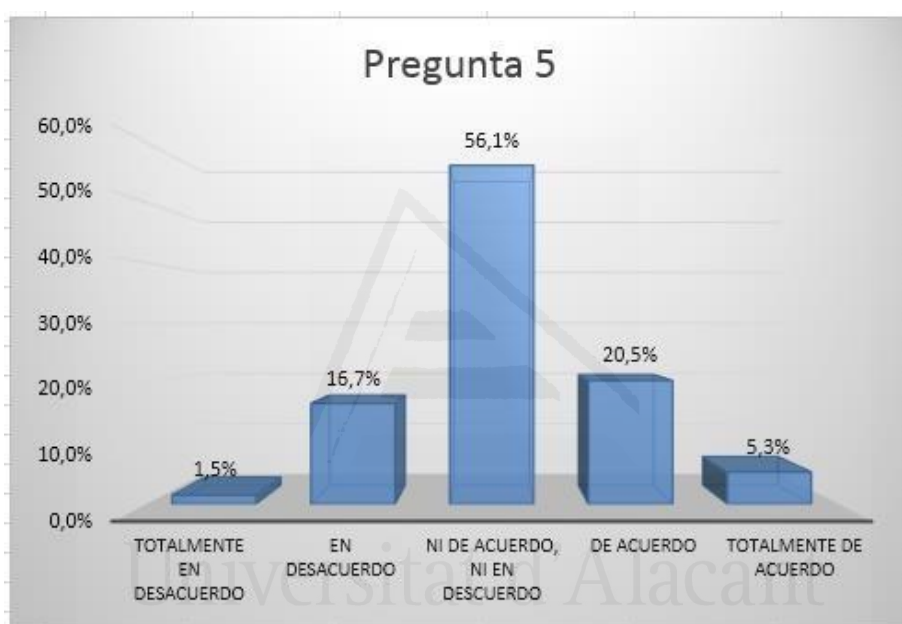


**Tabla 53:** Pregunta 5 (frecuencia y porcentajes).

<b>Pregunta 5</b>		<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
	Totalmente en desacuerdo	2	1,5%
	En desacuerdo	22	16,7%
<b>Criterios</b>	Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	74	56,1%
	De acuerdo	27	20,5%
	Totalmente de acuerdo	7	5,3%
	Total	132	10000,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 25:** Pregunta 5 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

Respecto a la pregunta: la valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución, los encuestados mostraron una posición neutral en un 56,1%, hay una tendencia en desacuerdo del 18,2% mostrando que la valoración de las empresa en el Ecuador, no es una acción exclusivamente técnica limitadora a unas fórmulas financieras, sino que consideran otros aspectos de tipo cualitativo propios del entorno de cada empresa.

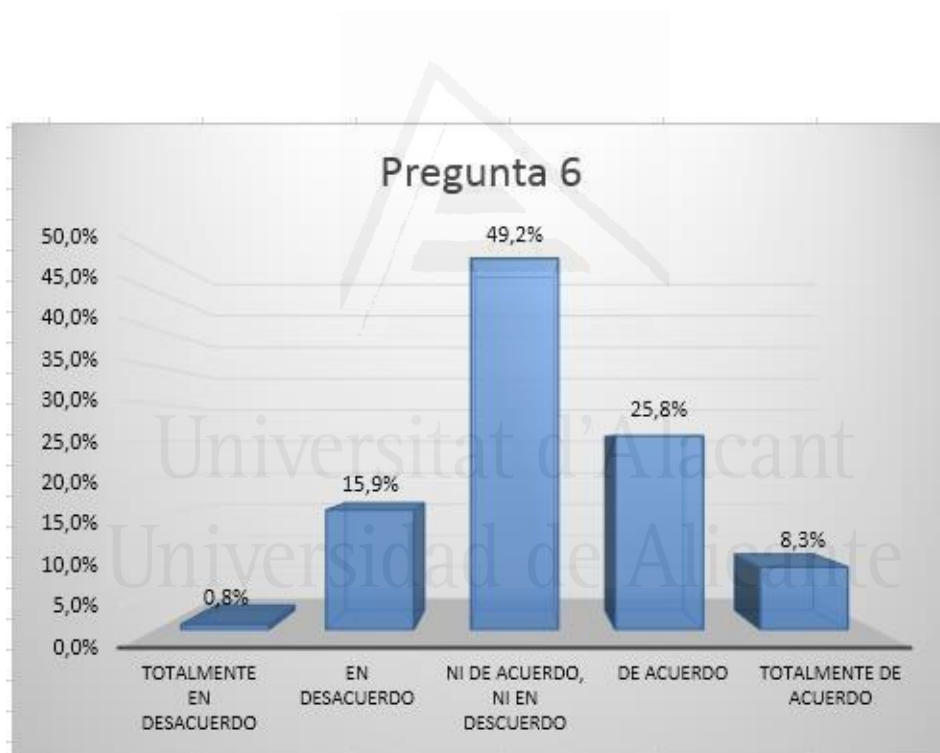
Pregunta 6. Al valorar la empresa debo incorporar el concepto de riesgo de negocio y riesgo financiero.

**Tabla 54:** Pregunta 6 (frecuencia y porcentajes).

Pregunta 6	Frecuencia	Porcentaje
Totalmente en desacuerdo	1	0,8%
En desacuerdo	21	15,9%
<b>Criterios</b> Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	65	49,2%
De acuerdo	34	25,8%
Totalmente de acuerdo	11	8,3%
Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 26:** Pregunta 6 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

En la pregunta, al valorar la empresa debo incorporar el concepto de riesgo de negocio y riesgo financiero, en un 49,2% mostró incertidumbre en sus opiniones. Para efectos de la presente investigación estas opiniones en cierta manera

divididas muestran que la pregunta que si se debe incorporar el concepto de riesgo de negocio y riesgo financiero realizada a los empresarios del Ecuador en un momento determinado permite identificar las actitudes técnicas de los empresarios del Ecuador.

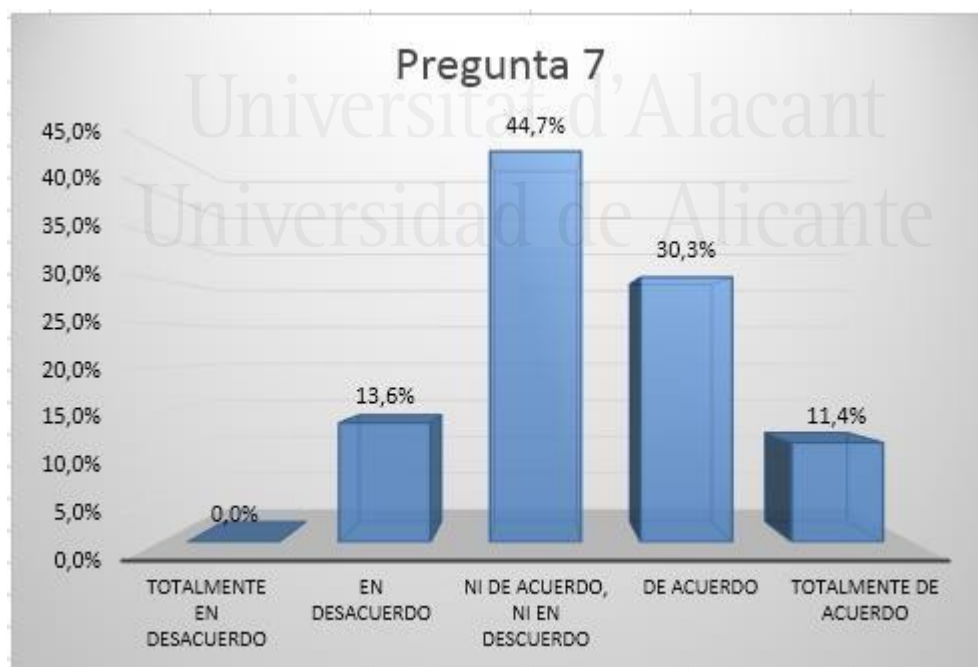
Pregunta 7. Al valorar la empresa debo considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.

**Tabla 55:** Pregunta 7 (frecuencia y porcentajes).

Pregunta 7	Frecuencia	Porcentaje
Totalmente en desacuerdo	0	0,0%
En desacuerdo	18	13,6%
<b>Criterios</b> Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	59	44,7%
De acuerdo	40	30,3%
Totalmente de acuerdo	15	11,4%
Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 27:** Pregunta7 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

Respecto al cuestionamiento que si al valorar la empresa se deben considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos, los encuestados opinaron en el 44,7% estar ni en acuerdo ni en desacuerdo. Es de importancia reconocer este indicador de incertidumbre referente a la opinión de los empresarios ecuatorianos, respecto a que si al valorar la empresa se deben considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos, lo que nos permite notar presencia en las actitudes técnicas específicas de los encuestados.

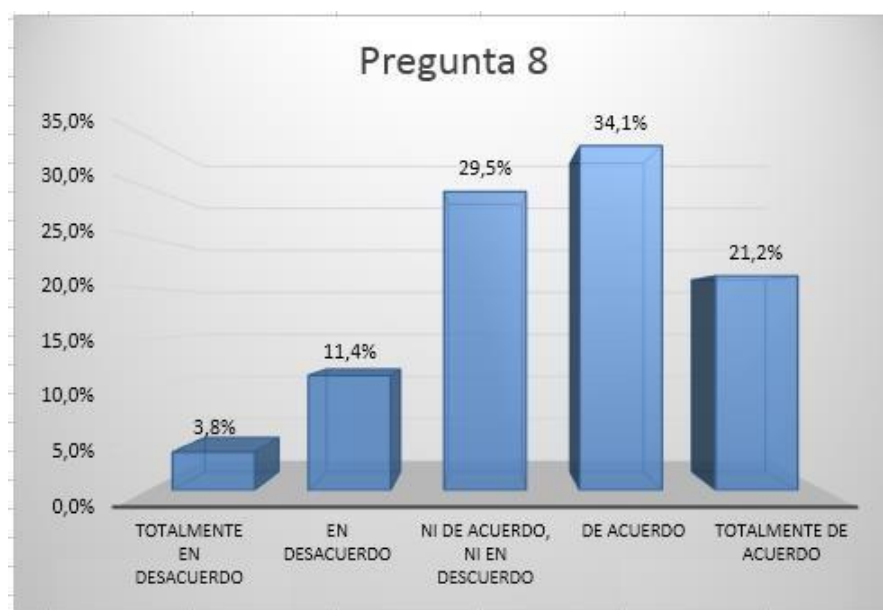
Pregunta 8. Al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos.

**Tabla 56:** Pregunta 8 (frecuencia y porcentajes).

<b>Pregunta 8</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
Totalmente en desacuerdo	5	3,8%
En desacuerdo	15	11,4%
<b>Criterios</b> Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	39	29,5%
De acuerdo	45	34,1%
Totalmente de acuerdo	28	21,2%
Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 28:** Pregunta 8 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

Al preguntarles a los empresarios que si al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos, el 34,1% opinaron estar de acuerdo y 21,2% están totalmente de acuerdo, sumadas estas cifras nos reporta el 55,3% y las correspondientes a totalmente en desacuerdo y en desacuerdo es del 15,2%, este contraste de opiniones, nos permiten concluir la manera en la que los empresarios ecuatorianos realizan la valoración de las empresas.

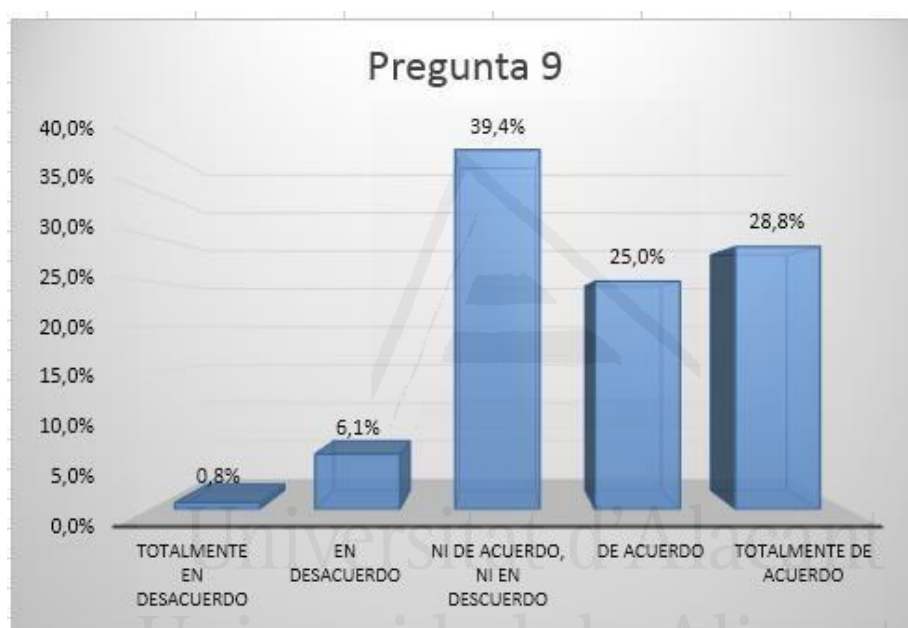
Pregunta 9. Al valorar una empresa ecuatoriana, hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos.

**Tabla 57:** Pregunta 9 (frecuencia y porcentajes).

<b>Pregunta 9</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
Totalmente en desacuerdo	1	0,8%
En desacuerdo	8	6,1%
<b>Criterios</b> Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	52	39,4%
De acuerdo	33	25,0%
Totalmente de acuerdo	38	28,8%
Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 29:** Pregunta 9 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

Al cuestionamiento, la valoración de la empresa se realiza mediante la estimación del valor de sus activos, los encuestados opinaron en un 39,4% estar en una posición neutral, con una tendencia marcada en la afirmación que dicha pregunta encierra ya que sumando los porcentajes de los encuestados que estuvieron de acuerdo y totalmente de acuerdo se alcanza un 53,8%.

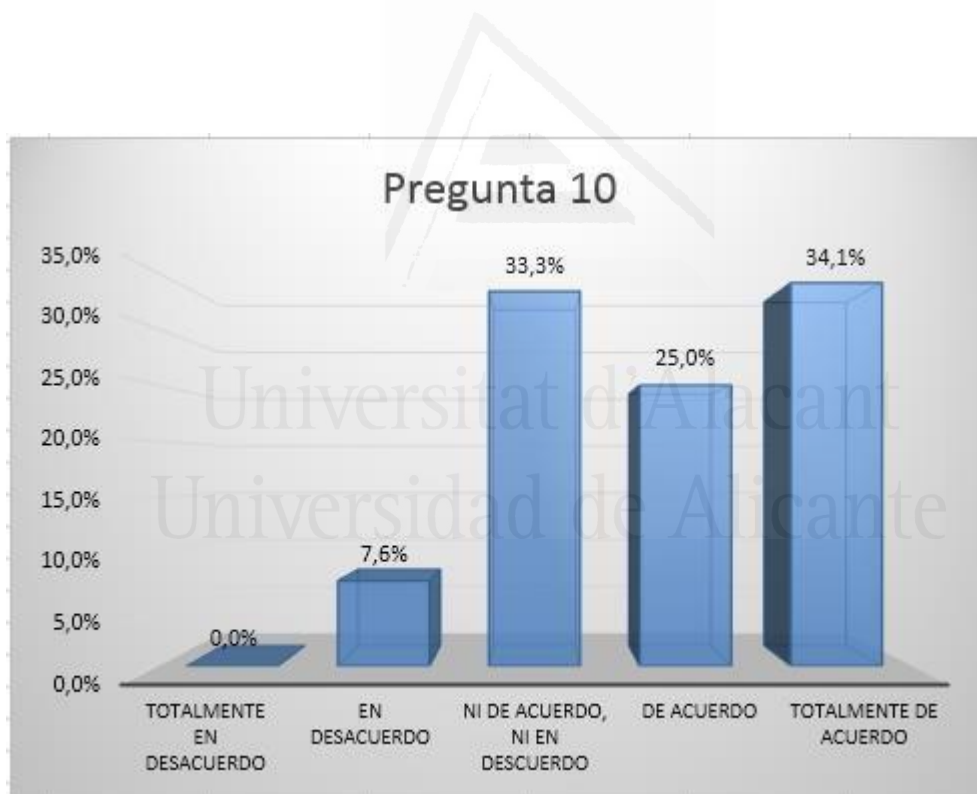
**Pregunta 10.** La valoración de la empresa se realiza mediante la estimación del valor de sus activos.

**Tabla 58:** Pregunta 10 (frecuencia y porcentajes).

	<b>Pregunta 10</b>	<b>Frecuencia</b>	<b>Porcentaje</b>
	Totalmente en desacuerdo	0	0,0%
	En desacuerdo	10	7,6%
<b>Criterios</b>	Ni de acuerdo, ni en desacuerdo	44	33,3%
	De acuerdo	33	25,0%
	Totalmente de acuerdo	45	34,1%
	Total	132	100,0%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Figura 30:** Pregunta10 (diagrama de barra, porcentajes).



**Fuente:** Elaboración Propia.

Al valorar una empresa ecuatoriana, hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos. En esta pregunta los encuestados que opinaron estar en totalmente de acuerdo, son un 34,1%, y sumando a de acuerdo, suponen el 59,1%. La incertidumbre en las opiniones de los empresarios se evidencian en un 33,3%, considerándose ésta una pregunta importante para el planteamiento de un modelo de identificación de características técnicas específicas entre los empresarios ecuatorianos.

### **2.2.2. Análisis e interpretación de los resultados de la entrevista a expertos**

Formando parte del proceso investigativo, se utilizó dentro de los instrumentos, la técnica de la entrevista cualitativa a expertos, cuyo propósito fue contribuir a fortalecer la información que posee el autor para llevar a cabo la investigación, a través de la formulación de preguntas (abiertas y cerradas) a los entrevistados que condujeran a motivarles y a comunicarse espontáneamente, al referirse a los temas de interés para los fines de la investigación.

En el desarrollo de dicha entrevista a 55 especialistas, se propició un auténtico intercambio, cuyo efecto permitió captar el significado de los planteamientos a través de interpretar fundamentalmente su lenguaje técnico- conceptual en el tema de dirección de empresas, considerando apelar a elementos de la investigación cualitativa por su valía en la generación de conocimiento. Durante este proceso fue necesario elaborar la codificación de las categorías, teniendo presente abarcar



todo el abanico de posibles respuestas, que conjuntamente con las categorías, constituyeron la base de datos para efectuar el análisis.

La recogida de la información se realizó por medio de la observación y de los resultados de la entrevista, obtenidos a través del diálogo permanente entre el autor y los entrevistados sobre los diferentes temas reflejados en el cuestionario elaborado para dicho fin.

La interpretación y estudio de las transcripciones procedentes de la recolección de los datos seleccionados, permitió el análisis posterior para definir qué datos se codificarían con el propósito de reducir el exceso de información generada en las intervenciones. Para ello se agruparon las preguntas y se codificaron dentro de los tres temas principales planteados en la investigación o categorías de la siguiente manera:

- Valoración de Empresas (VE). (Agrupación de preguntas: 1-2-4-8-9-11-12)
- Tasa de Descuento (TD). (Agrupación de preguntas: 3-7)
- Inflación Marginal (IM). (Agrupación de preguntas: 5-6-10)

El texto completo del cuestionario puede verse en los anexos.

**VALORACIÓN DE EMPRESAS (VE). Agrupación de preguntas: 1-2-4-8-9-11-12.**

1. De acuerdo con las opiniones recogidas sobre métodos más utilizados para valorar una empresa, se observa que el Flujo de caja descontado es el de mayor utilización porque considera la empresa como un ente generador de flujos de fondos. Para obtener el valor de la empresa, se calcula el valor actual de dichos fondos utilizando una tasa de descuento apropiada, de acuerdo con el riesgo y las volatilidades históricas. Este método permite incluir las expectativas específicas sobre el Plan de Negocios futuros. Método flexible que permite recoger planes de inversión expansiva, cambios en estructuras de costos, cambios en políticas de financiación y manejo del capital de trabajo, entre otros factores claves que afectan el valor del negocio.

Es recomendable, sobre la base de buenas prácticas, usar más de una metodología a fin de contrastar los resultados, utilizar: Flujo de Caja Libre, Enfoque de Mercado, Múltiplos de Cotizaciones y Veces Ebitda.

2. Ante la disyuntiva de conocer si la selección de los métodos a utilizar en la valoración de empresas varían de acuerdo a las características de la empresa (tamaño, infraestructura, o sector en el que se encuentra), el mayor número de los participantes en la entrevista, plantea que aunque depende básicamente de la toma de decisiones de la compañía, la selección varía en función del tipo de empresa, y

de si estás comprando o valorando clientes, flujos futuros, marcas, veces utilidades, reducciones de costos, economías de escala, etc.

4. Existe un consenso casi unánime en cuanto a la afirmación de que una economía dolarizada en un país, tiene menor riesgo que la de un país con moneda local, a partir entre otros factores de explicar el importante papel que han jugado los fenómenos de la dolarización en Ecuador como son: la inestabilidad macroeconómica, el escaso desarrollo de los mercados financieros, la falta de credibilidad en los programas de estabilización, la globalización de la economía, el historial de alta inflación y los factores institucionales, entre otros.

Se plantea también, que se elimine el riesgo cambiario y el correspondiente de expectativas inflacionarias, la tasa nominal de interés también será la tasa real de interés. La confianza que crea el nuevo sistema monetario, reduce las tasas de interés a lo largo del tiempo y esta confianza se expande a todo el sistema económico.

Una economía pequeña como la de la mayoría de los países latinoamericanos y dentro de ella específicamente la ecuatoriana, es poco partícipe de los flujos de capital que se están realizando en el mundo globalizado de la actualidad. Para lograr una mayor participación, además de la dolarización oficial, se debe promover el ingreso de instituciones financieras internacionales. De esta manera, tanto los activos, como los pasivos financieros pasan a ser parte de una fuente gigante de liquidez y de fondos.

Una economía dolarizada formalmente incentiva la presencia de grandes bancos internacionales que permitirán el flujo de capitales de tal manera, que cualquier incidente externo sería contrarrestado por esta integración financiera con el resto del mundo. Es decir, la integración financiera podría eliminar las crisis de balanza de pagos.

La dolarización formal beneficia a los asalariados, a los empleados con poco poder de negociación colectiva, a los jubilados, facilita además la planificación a largo plazo, a través de la realización de cálculos económicos que hacen más eficaces las decisiones económicas. Paralelo a ello, en el mediano plazo, se lograría la estabilidad macroeconómica, la caída de las tasas de interés y el mejoramiento del poder adquisitivo, debido a que la dolarización oficial generará un desarrollo de las actividades productivas y un aumento sostenido del empleo.

Sobre ese aspecto también una minoría de los entrevistados expresó que no necesariamente una economía dolarizada en un país, tiene menor riesgo que la de un país con moneda local. Considerando que los riesgos de una economía dolarizada son simplemente diferentes a los de una economía no dolarizada, lo que difiere de afirmar que son menores.

8. Derivado del compendio de planteamientos sobre si las empresas familiares como parte de la información financiera deben incluir el valorar a sus empresas, se expresa de forma general que materializarlo sería una práctica muy saludable, realizando una estimación periódica de su valor objetivo, para poder evaluar su performance y conocer si las estrategias aplicadas dan un valor diferencial al

negocio. Señalan además que no deberían ser las entidades de control societario que las obliguen a realizar la valoración y que los modelos de inductores basados en la creación de valor que deben ser utilizados para realizar un diagnóstico con relación al valor de la empresa son: EVA =Economic Value Added y FCD =Flujo de Caja Descontado.

9. Sobre los supuestos más críticos de determinar por el profesional responsable de realizar una valoración de empresa, quedaron manifiestos los siguientes: proyectar sus flujos y la determinación de las variables, calcular el valor residual o terminal del flujo y determinar la tasa apropiada de descuento en países emergentes. Considerando que los tres elementos de la valoración son igualmente importantes para aplicar en países con economías emergentes ya que cualquier error en uno de ellos puede llevar a grandes errores.

11. La mayoría de los entrevistados están a favor de que al valorar una empresa deberíamos tener un estudio técnico de los activos productivos, para asegurarnos que estarán alineados con los flujos de caja proyectados para la valoración, declarando que lo importante es llegar a identificar los recursos y que cuanto más seamos capaces de comprender que la empresa y los activos productivos son parte fundamental de la misma, mejor será nuestra valuación. Esto se aplica a todos los activos y pasivos. Se debe hacer, un peritaje de lo que cuesta, el valor de reposición y el valor de liquidación, para ajustar contra los libros.

12. Se plantea que el valor de la empresa puede dar al accionista un parámetro de creación de valor, al comparar el precio de la acción de acuerdo a la valoración de la empresa con el precio de la acción en el mercado, ratificando que el valor de mercado de la acción, es el valor percibido por el mercado y el valor de la valoración es el valor teórico según los supuestos técnicos aplicados por el valuador. Son dos cosas distintas, pero si se debe tener un valor de creación de valor dado por la administración y siempre estar viendo el valor de mercado de una acción, puesto que es lo que el mercado percibe de dicha empresa. En base a todo lo anterior recogemos la tabla 59.

**Tabla 59:** Matriz DAFO para las preguntas 1 -2 -4 – 8 – 9 – 11 - 12

<b>Dimensión Interna</b>	<b>Dimensión Externa</b>
<b>DEBILIDADES</b>	<b>AMENAZAS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las proyecciones están condicionadas a factores no sistemáticos y a determinar adecuadamente el tiempo de la proyección y a estimar el valor residual.</li> <li>- La determinación de la tasa de descuento es un proceso difícil y que es necesaria tenerla.</li> <li>- Aun no es considerado como un informe financiero básico para toma de decisiones, y las entidades de control societario deben exigirlo.</li> <li>- Buscar empresas que sirvan de benchmarking para compararlo y poder usar el método por múltiplos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Factores no sistemáticos pueden afectar una economía dolarizada.</li> <li>- Inestabilidad económica como aspectos macroeconómicos como manejo de déficit fiscal pueden llevar a un mayor endeudamiento.</li> </ul>
<b>FORTALEZAS</b>	<b>OPORTUNIDADES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Por ser un país dolarizado, los efectos de la inflación son bajos que comparado con la inflación con EEUU es la que debe sumarse al CAPM.</li> <li>- Permite dar a los empresarios información cuantitativa se crea valor o no para los accionistas.</li> <li>- Sincerizar el valor de la empresa a través del uso de una tasa de descuento y que además sea su coste de capital y permita</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Disponer de un valor estimado de sus acciones y poder compararlos con el mercado.</li> <li>- La dolarización permite proyecciones a largo plazo, y mayor confianza a la población de poder planear sus ingresos.</li> <li>- Determinando una tasa de descuento o coste de capital mejor calculado, ayuda a que los emprendedores vean una oportunidad de inversión y se</li> </ul>

<p>medir que todos los proyectos deben proporcionar rentabilidades muchos mayores a este.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Utilización del método de flujo de caja descontado como un ente generador de flujos de fondos y que permite incluir las expectativas específicas sobre el Plan de Negocios futuros; recoger planes de inversión expansiva, cambios en estructuras de costos, cambios en políticas de financiación; manejo del capital de trabajo, etc.</li> <li>- Los modelos de inductores basados en la creación de valor que deben ser utilizados para realizar un diagnóstico con relación al valor de la empresa son: EVA = Economic Value Added y FCD =Flujo de Caja Descontado (en empresas familiares).</li> <li>- Usar más de una metodología a fin de contrastar los resultados: Flujo de Caja Libre, Enfoque de Mercado, Múltiplos de Cotizaciones y Veces Ebitda.</li> </ul>	<p>incremente el grado de inversión del país.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mejorando el déficit fiscal originado por exceso de endeudamiento del país, ayudaría a la reducción de la tasa de intereses por los acreedores, y disminuir el efecto de deuda con relación al producto interno bruto a menos de una 20%.</li> </ul>
---	---

**Fuente:** Elaboración propia.

### **TASA DE DESCUENTO (TD). Agrupación de preguntas: 3-7.**

3. Cuando nos referimos a qué variables influyen en una tasa de descuento adecuada para ser utilizada en la valuación de una empresa, teniendo en cuenta que existen mercados de capitales desarrollados y mercados de capitales emergentes, el centro de las intervenciones se enmarcó primeramente en delimitar que la tasa de descuento se suele calcular usando el Capital Asset Pricing Model (CAPM) que es un modelo financiero esencialmente teórico, desarrollado en la década de los sesenta del siglo pasado, que vincula linealmente la rentabilidad de cualquier activo financiero con el riesgo de mercado de ese activo. Se adapta relativamente bien a mercados eficientes, pero tiene ciertos problemas cuando se le quiere utilizar para descontar flujos en mercados emergentes. Aclarado lo

anterior, se enunciaron como variables considerables que influyen en la determinación de la tasa de descuento, la inflación, la tasa de interés activa o para préstamos, el Riesgo País, la tasa libre de riesgo de ese país, las tasas pasivas o de captaciones más un margen.

Dejando manifiesto que la tasa de descuento que se determine, debe exponer fiablemente el riesgo que asocie con los flujos de caja proyectados. Además, se deben tener muy presentes las características propias del país al que pertenezcan las empresas que se valuarán, ya que de ello depende la relevancia de utilización de unas u otras variables.

7. Sobre la tasa de descuento que determinan algunos micro-empresarios en base a su experiencia, es decir por olfato, corazonada, etc., existe la opinión generalizada, de que a veces una buena parte de los empresarios son los que mejor conocen sus riesgos de negocio, y ciertamente sobre la base de la experiencia adquirida, de su recorrido en los mercados de los diferentes países, etc. El hecho de aplicar esa tasa, que no deja de ser el valor al que ellos estarían dispuestos a invertir en el negocio, aporta toda la relevancia práctica. El problema es que, al no estar validada con el mercado, pierde la lógica y el rigor de la valuación de este, carece de la validez técnica que un evaluador profesional aplica y no tiene ningún rigor científico.

**Tabla 60:** Matriz DAFO para las preguntas 3 - 7

<b>Dimensión Interna</b>	<b>Dimensión Externa</b>
<b>DEBILIDADES</b>	<b>AMENAZAS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se puede revaluar o subvaluar el valor de una empresa si cometemos errores en la estimación de la tasa de descuento.</li> <li>- Adaptar la fórmula del CAPM usadas en</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Obtener tasas de descuento muy altas que son amenazas para ahuyentar posibles llegadas de flujos de capital.</li> <li>- Los valores de la empresa con tasas muy</li> </ul>



<p>países desarrollados, al aplicar en países emergentes en base a la situación de cada país.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Probabilidades de errores en la determinación las variables componentes de la fórmula. Tasa libre de riesgo, tasa de riesgo de mercado, la Beta desapalancada. Adicionalmente cuál es la tasa adicional a añadir por ser un país emergente, pero no a ciegas incluir el Riesgo País.</li> <li>- En economías dolarizadas el diferencial de inflación entre EE.UU. y el país dolarizado, puede ser una alternativa para determinar una tasa de descuento más razonable,</li> </ul>	<p>elevadas pueden perjudicar obtener un precio no fiable para el vendedor de la empresa.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Una tasa descuento mal determinada, y como ésta a su vez es el parámetro de medición de los proyectos de inversión sobre las rentabilidades que deben proporcionar a una empresa, pueden conducir a errores fundamentales en la empresa.</li> </ul>
<b>FORTALEZAS</b>	<b>OPORTUNIDADES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tasa de descuentos bien analizadas y determinadas aseguran traer los flujos proyectados a un valor presente que considere la devaluación del dinero eficientemente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Con tasas de descuentos determinadas de acuerdo al medio, brindarán mayor confianza a los emprendedores para tener valores de las empresas fiables y que sirvan de parámetros de comparación con otras empresas,</li> </ul>

**Fuente:** Elaboración propia.

### **INFLACIÓN MARGINAL (IM). Agrupación de preguntas: 5-6-10.**

5. Con relación a estar de acuerdo en que en la tasa de descuento de un país con una economía dolarizada se considere el efecto de la inflación marginal y se agregue a dicha tasa, de forma unánime los entrevistados expresaron estar totalmente de acuerdo, argumentando que normalmente los instrumentos locales cuando no está dolarizada la economía, las tasas son considerablemente más altas que las ofrecidas por los instrumentos denominados en dólares, incluso por los mismos bancos. Esta diferencia de tasas reflejada en los países no dolarizados, produce la mera posibilidad de que se devalúe la moneda, lo cual lleva a los inversionistas a exigir una prima de riesgo como compensación por mantener

activos en moneda local. Esta prima de riesgo varía con el transcurso del tiempo en función de diversos factores que crean la brecha entre la tasa de retorno mundial y la exigida por los inversionistas locales de un país no dolarizado, como son el crecimiento de la oferta monetaria, el nivel de reservas internacionales, la tasa de inflación y el crecimiento económico. Por consiguiente, la dolarización reduce las tasas de interés en esa magnitud, al limitar el riesgo cambiario.

Considerando los efectos de la inflación, es conveniente agregar el diferencial de inflación entre Estados Unidos y el Ecuador. De cualquier manera, la inflación diferencial que está incluida en la tasa, debería estar en los flujos de fondos.

6. Ante la posibilidad de considerar la inflación como un agregado a la tasa de descuento para descontar los flujos de caja para Ecuador, se podrá incluir el efecto de ésta en el cálculo de los flujos de caja, lo que implicará pronosticar una tasa de inflación para aplicarla a los precios de partida y calcular así los precios corrientes de cada año con los que se obtienen distintos flujos de caja (cobros y pagos); en este caso, en términos corrientes (valores nominales). Evidentemente, esto conlleva a utilizar una tasa de descuento mayor, denominada tasa de descuento nominal, que contemple el efecto de la inflación (por este motivo, se le conoce también como tasa de descuento ajustada según inflación). Si los flujos de caja se pronostican en términos nominales, se descontarán a una tasa de descuento nominal, lo que permite una tasa de descuento adecuada para la valoración de empresas.

10. Respecto a Ecuador como país emergente con una economía dolarizada, hubo un consenso mayoritario de los entrevistados al expresar que considerar la inflación marginal sería un mejor componente para obtener una tasa de descuento menos sobrevalorada, a partir entre otros aspectos, de conocer que la inflación puede incidir negativamente en la rentabilidad real de las inversiones, y que por lo tanto se pudiera además adicionar una prima de inflación a la tasa, admitiéndola en ausencia de inflación.

Basado en todos los fundamentos plasmados en capítulos y epígrafes anteriores, a continuación se presentan las aportaciones metodológicas al método de Descuento de flujo de caja, a aplicar en Ecuador de acuerdo a condiciones actuales que presenta el país, las que a criterios del autor serán de gran utilidad tanto teórica como práctica, en los procesos de valoración de empresas, en lo concerniente a evitar el encarecimiento de las tasas de descuentos, sobrevalorarlas o subestimarlas, medición de la creación o destrucción de valor. Todo lo cual conlleva a proponer concretamente, que en vez de agregar el Riesgo País, se agregue el diferencial de inflación entre Estados Unidos y el Ecuador.

**Tabla 61:** Matriz DAFO para las preguntas 5 – 6 - 10

<b>Dimensión Interna</b>	<b>Dimensión Externa</b>
<b>DEBILIDADES</b>	<b>AMENAZAS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- La recesión económica puede dar lugar a deflación.</li> <li>- Tener déficits fiscales por mantener endeudamientos muy altos, puede originar tomar medidas macroeconómicas que inducen a la subida de los precios de todos los servicios y productos económicos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La presencia de incertidumbre de efectos sistemáticos y no sistemáticos afecta la inflación del país.</li> <li>- Si la inflación del país emergente incrementa con relación a la de EE.UU, incrementa también la tasa de descuentos o costo de capital de la empresa.</li> </ul>

<b>FORTALEZAS</b>	<b>OPORTUNIDADES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- La tasa de descuento de un país con una economía dolarizada ayuda al control de la inflación, ya que no hay manipulación de emisión por ningún gobierno.</li> <li>- La dolarización trae beneficios económicos, ya que la inflación deja de ser un problema debido a que las tasas de intereses caen y se pueden planear los negocios a largo plazo y concentrarse en la productividad.</li> <li>- Al no emitir dinero con dolarización oficial, la corrección del déficit fiscal solo se puede hacer mediante financiación vía préstamos o impuestos o eliminando subsidios a los combustibles.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tasa de descuento de un país con una economía dolarizada a la que afecta solo la inflación marginal y en esa proporción a la tasa de descuento.</li> <li>- Los emprendedores pueden ingresar al mercado financiero e invertir sus ahorros, y crear más fuentes de liquidez para las empresas.</li> </ul>

**Fuente:** Elaboración propia.

### **2.3. DESCRIPCIÓN DE LA APORTACIÓN METODOLÓGICA PARA LA DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO**

Basado en todos los fundamentos plasmados en capítulos y epígrafes anteriores, a continuación se presentan las aportaciones metodológicas al método de Descuento de flujo de caja, a aplicar en Ecuador de acuerdo a condiciones actuales que presenta el país, las que a criterios del autor serán de gran utilidad tanto teórica como práctica, en los procesos de valoración de empresas, en lo concerniente a evitar el encarecimiento de las tasas de descuentos, sobrevalorarlas o subestimarlas, medición de la creación o destrucción de valor. Todo lo cual conlleva a proponer concretamente, que en vez de agregar el Riesgo País, se agregue el diferencial de inflación entre Estados Unidos y el Ecuador.

Para el desarrollo de Método del Descuento del Flujo de Caja Libre, varios autores siguen diferentes pasos o procedimientos, y al respecto el autor toma como referencia los indicados por Cruz Espinoza, Suárez, y Arquímedes, (2013).

A. Bases para la simulación de la valoración:

- Proyección de ventas.
- Proyección de Costos y Gastos.
- Proyección de la Depreciación y Amortización de la deuda.
- Proyección del Balance de Resultados.
- Proyección del Balance General.

B. Estimación de la tasa de Descuento.

- (WACC).

C. Construcción de los Flujos de Caja Libres y Valoración.

- Obtener la Utilidad Neta proyectada.
- Determinar el Flujo de Caja Libre.
- Obtener el Escudo Fiscal y la perpetuidad.
- Obtener el valor actual de: a) Flujos Proyectados, b) Escudo Fiscal.
- Obtención de la valoración de la Compañía.

A partir de ellos, se estiman las particularidades de Ecuador y su situación actual y a continuación, se establecen los pasos a seguir para el desarrollo de este método desde la concepción del autor.

- 1.- Elaboración de las proyecciones financieras.
- 2.- Obtención de los flujos perpetuos.

3.- Determinación de las variaciones de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF), Inversiones en activos fijos y las depreciaciones anuales.

4.- Preparación del Flujo de Caja Libre de la empresa de los flujos periódicos e inclusión del flujo de caja perpetuo.

5.-Determinacion de la tasa de descuento (WACC).

6.-Descontar los flujos de cajas periódicos según paso uno, y descontar los flujos perpetuos.

7.-Calcular el valor de la empresa.

8.-Analizar sensibilidad, considerando las variables más relevantes (Variaciones del WACC, y de las variaciones de los volúmenes de ventas).

Esta propuesta de pasos o procedimiento se pone en práctica y se desarrolla en el siguiente epígrafe a través del caso de estudio (teórico -práctico) que se presenta.

### **2.3.1. Aplicación práctica del modelo de valoración de empresa (Empresa Plásticos Guayas S.A.)**

La empresa Plásticos Guayas S.A., fue constituida el 26 de septiembre de 1968 en la ciudad de Guayaquil. Esta empresa se dedica a la elaboración, enajenación, adquisición, importación, compra, venta, consignación, comercialización, y distribución en artículos de materiales plásticos y derivados. Ofrece sus servicios a los distintos sectores de actividad productiva tanto del Ecuador como del resto de América Latina, solucionando sus necesidades de empaques flexibles. Para atender esta demanda con la más alta calidad, ha mantenido una constante innovación de equipos y capacitación técnica actualizada al personal. Sus

principales líneas de negocio son la de productos plásticos descartables, la elaboración de empaques flexibles y envases para la industria de alimentos en general.

La línea de descartables mantiene un crecimiento de entre el 12% y 14% anual, muy por encima del crecimiento de la economía. Dentro de estos descartables existen los siguientes productos:

- FOAM, platos, charoles, fuentes, etc.
- Cubiertos, cubiertos de cristal, altamente resistentes en un material de poliestireno transparente.
- Vasos, tarrinas y sorbetes, todos resistentes y presentados con variedad de colores.
- Platos, vasos, contenedores y cubiertos laminados en general y laminados impresos.
- Línea milenium, esta línea de negocio ofrece productos con un toque de elegancia en cuanto a cubiertos, vasos y copas de cristal.
- Fundas, para la basura con la marca "La Dura", Fundas Dina y Fundas Polyfan, rollos de plásticos de alta resistencia.

Actualmente la empresa desarrolla una línea nueva de descartables: "Air Pack", bolsas protectoras son dos de sus principales productos.

En la línea de negocio industrial, la principal orientación es la fabricación de empaques flexibles para alimentos y bebidas. La empresa está ubicada en el sector de más dinámico y sólido crecimiento de los últimos años. Produce para todas las industrias de bebidas gaseosas del Ecuador, con el etiquetado de sus botellas al

igual que a la de los jugos y aguas embotelladas. También está presente en la industria de snacks y la de producción de caramelos. Con esta línea de negocio la empresa también está presente en el sector agrícola con la fabricación de sacos.

Plásticos Guayas S.A. tiene diez clientes principales que representan el 31% de sus ventas y el otro 69% está conformado por empresas que tienen una participación menor al 1.8%.

Cuenta con 176 empleados administrativos y 476 obreros de planta.

**Tabla 62:** Oferta Comercial

<b>Subdivisión</b>	<b>Promedio Kilos de Producción</b>	<b>Promedio Kilos de Venta</b>
Bandejas	22106	22841
Bolsos y fundas reutil	838	1408
Clear	2027	3106
Coextruido nylon pe	9761	5053
Contenedores	112860	102604
Cubiertos reciclables	339	28
Cubiertos y varios	24236	20909
Descartables varios	867	660
Empaques de pvc shrink	603	395
Empaques doypack	3168	3524
Empaques parafinados	311	311
Envases	319	227
Foam crema	779	3006
Foam otros colores	10683	8657
Funda de basura	5643	458
Fundas 3 sellos	12472	12252
Lamin.polip.biorentado (bopp)	27464	18858
Lamina burbujas	2789	1582
Laminación aluminio	2096	1528
Laminados papel	676	676
Laminados poliester	53562	10185
Plato poliestireno rigido	92	207
Platos	38656	36358
Platos reciclables rigidos	59	50



Polie.alta densi.fdas.camiseta	4505	3839
Poliet.alta desp.bag in a roll	2342	1803
Polietil.alta dens.fdas.conven	8166	8525
Polietil.alta dens.reprocesado	13443	13240
Polietil.baja dens.fdas.basura	102804	82661
Polietil.baja densidad coextru	22817	13108
Polietil.baja densidad virgen	99104	19671
Polipropil.biorentado (bopp)	2398	2292
Polipropileno cast (cpp)	6958	0
Portatorta	639	937
Producto reciclable	60892	63240
Productos eco útil	88438	70616
Productos impresos	428	540
Sorbetes	1429	1112
Tapas para tazones	346	226
Tarrinas	175	296
Tazones	1195	876
Tazones reciclables	255	88
Totanic	31348	20636
Varios	6538	10543
Vasos	1228	1338
Vasos y copas	16239	12804
<b>TOTAL</b>	<b>804092</b>	<b>583275</b>

**Fuente:** Elaboración propia.

Costo promedio de producción: \$4.35

Precio promedio de venta: \$5.98

El diseño y presentación del caso con orden teórico práctico, que a continuación se desarrolla, se fundamenta en los resultados de una empresa industrial de productos plásticos reciclables, la elaboración de empaques flexibles y envases para la industria de alimentos en general, cuya moneda funcional es el dólar americano, con residencia en el Ecuador. Está en consonancia con la hipótesis y el objetivo general de la presente investigación de tesis, relacionado con proporcionar un marco de referencia teórica y práctica que fundamente la introducción de aportaciones metodológicas en los actuales procesos de valoración

de Empresas para el Ecuador. En tal sentido este caso tiene como objetivos específicos los siguientes:

1. Comprobar empíricamente la validez de las aportaciones metodológicas, relacionadas con los procesos de valoración de empresas para el Ecuador.
2. Demostrar el cumplimiento de la hipótesis planteada en la investigación.

El modelo que se recomienda y se desarrolla para valorar las empresas en el Ecuador, es el de Flujos de Caja Descontados, que parte del cálculo de la proyección de los flujos de caja futuros esperados por la compañía a lo largo de su existencia futura, descontados a una tasa que representa el costo de oportunidad de no invertir los recursos en otra empresa de similar nivel de riesgo.

Para el desarrollo del caso, se aplica el modelo recomendado en la investigación y expresado en el párrafo anterior, el Flujo de Caja Libre de la Empresa (FCFF), que se prepara tomando el Beneficio Normalizado operativos menos impuestos ajustados, y en concordancia con lo mencionado por Fernández, (2008), se aplicará el Costo Promedio Ponderado del Capital para el descuento respectivo.

Para descontar el Flujo de caja libre se utiliza la tasa de actualización del WACC, y con ello se conoce el valor actual neto, que es el valor disponible para las decisiones de la gerencia.

Después de la determinación de los Flujos de caja libre anuales que se van a preparar para un horizonte temporal finito, o también denominado horizonte de planeación inmediato, dentro del cual se incluyen las expectativas inminentes de la administración en cuanto a crecimiento, proyectos, inversiones, nivel de ventas y costos y gastos requeridos. El tiempo que excede este horizonte, y que se extiende de manera indeterminada en lo que se espera sea la vida de la empresa, incluye expectativas mucho más conservadoras que en sus bases, apuntan hacia una situación de madurez en todos los aspectos de la compañía y es lo que se conoce en la literatura empresarial como valor terminal o perpetuidad, cuyo flujo de caja libre, siempre debe ser el último del período (n) proyectado, y para lo cual se van a considerar el incremento de los flujos de caja libre a perpetuidad (g), considerando que lo normal es que (g) no sea mayor a la inflación o al PIB. En el caso de la empresa en cuestión, de acuerdo a su crecimiento histórico, siempre se ha mantenido superior al PIB, considerando que cada vez los productos descartables van cambiando la cultura de los consumidores y al beneficio de uso de estos productos.

Como componente del WACC, uno de los componentes es el peso de la participación de los inversores en la financiación de la empresa, más conocido como  $K_e$ , componente de la fórmula general del CAPM, utilizado sin mayor dificultad en países desarrollados, pero como la empresa seleccionada se ubicada en Ecuador, país con una economía emergente, normalmente los investigadores desde hace varios años han venido modificando la fórmula general, incluyendo en ella el Riesgo País, la mencionada fórmula se describe como sigue:

$$\text{CAPM} = R_f + B * [E (RM) - R_f] + \text{Riesgo País (Países Emergente)}$$

Después de desarrollar todo el proceso de investigación para demostrar la hipótesis planteada en la tesis, este investigador recomienda de manera concreta que no deba incluirse el Riesgo País en la fórmula, y que en su lugar se incluya el diferencial de inflación entre Estados Unidos y Ecuador, y cuya fórmula quedaría expresada de la siguiente manera:

$$\text{CAPM} = R_f + B * [E (RM) - R_f] + \text{Diferencial de Inflación (Países Emergente)}$$

## **2.4. Caso Práctico de Valoración de Empresas. Modelo de Flujo de Caja Descontado**

### *Análisis externo de la empresa*

#### **a) Análisis de la industria**

La industria de plásticos es altamente competitiva y depende de la innovación con productos nuevos, posicionamiento en el mercado con precios competitivos y altas eficiencias de manufactura para asegurar un crecimiento sostenido. Comparte el mercado con empresas de similares características dedicadas a la fabricación de empaques reciclables de consumo masivo y empaques flexibles y laminados como: Plásticos Ecuatorianos, Induglob S.A., Flexiplast. Bopp del Ecuador y Sigmaplast.

El consumo anual de productos plásticos per cápita en Ecuador es de 18-20 Kg. La industria ecuatoriana de plásticos en general se ha convertido en un importante sector de la economía nacional, ésta actualmente cuenta con cerca de 600 empresas que generan aproximadamente 16,000 empleos directos y 60,000 empleos indirectos a nivel nacional. Las principales materias primas de los procesos industriales están dadas por los insumos para producir plásticos, especialmente polipropileno y polietileno de alta densidad. A pesar de que Ecuador es un país productor de petróleo, la industria petroquímica encargada de producir las principales materias primas para el sector no se ha desarrollado, lo cual conlleva a que la industria de plásticos deba adquirir en el exterior la materia prima para su procesamiento.

Más de 110 empresas del sector plástico a nivel nacional están agrupadas en ASEPLAS, Asociación Ecuatoriana de Plásticos, fundada en diciembre de 1977 en la ciudad de Guayaquil, la misma que busca fomentar, desarrollar y proteger las actividades de las empresas dedicadas a la industrialización e intermediación comercial de productos plásticos en el Ecuador.

Las principales empresas del sector en Ecuador son:

**Tabla 63:** Principales empresas del sector Plásticos en Ecuador.

<b>MEXICHEM</b>	13,6%
<b>PICA Plásticos Industriales</b>	8,8%
<b>SIGMAPLAST</b>	7,6%
<b>Plásticos RIVAL</b>	7,0%
<b>BOPP del Ecuador</b>	6,8%
<b>Plasticsacks</b>	5,6%
<b>Plásticos Ecuatorianos</b>	5,4%

<b>Plásticos del Guayas DESCARTABLES E INDUSTRIALES S.A.</b>	5,1%
<b>Flexiplast</b>	5,0%
<b>BIC Ecuador</b>	3,4%
<b>AMCOR Rigidplast</b>	3,0%

---

**Fuente:** Elaboración Propia.

## **b) Productos Sustitutos**

Existen empresas productoras de plástico en varios segmentos, las empresas dedicadas a artículos descartables ofrecen productos similares donde existe un amplio mercado de oferta y demanda.

El consumidor tiene algunas opciones para sustituir a los productos descartables; entre ellos están:

- Envases descartables de papel
- Envases descartables de otras tecnologías de plásticos diferentes al poliestireno.
- Envases de hojalata que reemplazan a las fundas para alimentos de aluminio.
- Otros envases domésticos.

### ***Análisis interno de la empresa:***

#### **a) Descripción de la Compañía.**

Plásticos del Guayas, nace como una pequeña empresa industrial de manufactura, de empaques flexibles cuya principal prioridad era elaborar un producto de calidad, seguro y competitivo, alcanzado en su momento por la

administración. En los años posteriores, la empresa se modernizó y diversificó su producción, incursionando al segmento alimenticio e industrial del país.

**b) Ficha de la empresa.**

**Razón Social:** Plásticos del Guayas

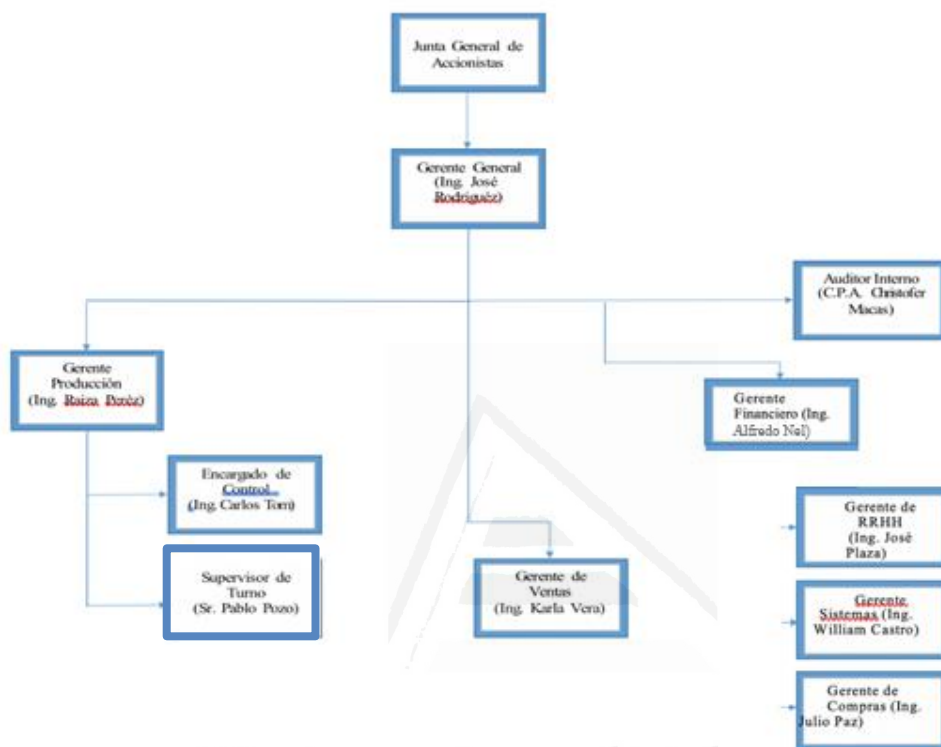
**Nemotécnico:** DESCARTABLES E INDUSTRIALES S.A.

Con el crecimiento de la empresa, ésta desarrolló la línea de productos descartables y se formaron diversas divisiones, como las siguiente: inyección, laminación en socapa y multicapas, extrusión por laminación, soplado, tubería, sacos de rafia, películas de polipropileno y PVC con aplicaciones de PVDC; también producen las fundas plásticas (envase laminado) denominada “pouch” satisfaciendo la demanda de muchas empresas alimenticias.

Plásticos del Guayas S.A, es una de las pocas empresas en América del Sur que producen productos descartables e industriales, así como también produce “Air Pack”, que son láminas de burbujas de polietileno que encapsulan aire formando celdas para proteger lo envuelto y prevenir daños por el manejo o transporte. Las principales líneas de negocio son la de productos plásticos descartables, la elaboración de empaques flexibles y envases para la industria de alimentos en general.

### c) Organigrama

*Figura 31:* Organigrama Plásticos del Guayas S.A



**Fuente:** Elaboración propia

### d) Misión

Plásticos del Guayas S.A., es una empresa que se dedica a la fabricación de empaques flexibles y productos descartables para la industria alimenticia y de consumo, con una variedad de productos para el sector industrial, consumo y agrícola, satisfaciendo la demanda nacional y regional con tecnología avanzada que le permite satisfacer los exigentes estándares de calidad de sus clientes.



#### e) **Visión**

Plásticos del Guayas S.A. está orientada hacia el mejoramiento continuo de sus procesos productivos mediante la introducción de nuevas tecnologías, y productos innovados para satisfacer las necesidades de sus clientes.

#### f) **Análisis DAFO**

Las estrategias que la empresa Plásticos del Guayas S.A., debe seguir ante las oportunidades y posibles amenazas que surjan en el mercado, valiéndose de las fortalezas que posee y cuidando que sus debilidades no permitan hacer tangibles las posibles amenazas.

##### **Fortalezas:**

- Conocimiento en el mercado de plásticos con marcas bien posesionadas, por los atributos de sus productos como resistencia, presentación y variedad en el mercado.
- La distribución de productos se realiza de manera directa con amplia cobertura por distintos puntos del interior de país.
- Experiencia del personal de manufactura para la elaboración de productos descartables y empaques flexibles con alta calidad según demanda del Mercado (know how).
- Maquinarias con capacidad y tecnología para soportar el crecimiento de la venta.

### **Oportunidades:**

- Buscar atender el mercado minorista.
- Aplicar un plan de Marketing y comercial para continuar un crecimiento de consumo de sus marcas a través de un mayor conocimiento de las familias en el Ecuador del uso de artículos desechables.
- Participar en eventos masivos públicos, relacionados con la venta de platos típicos de la zona, para impulsar la fidelización de las marcas.
- Alianzas estratégicas con clientes exportadores para crecer volumen de empaques flexibles.

### **Debilidades:**

- Tener más espacios físicos para almacenaje y aumentar mayor inventario.
- Implementar nuevas tecnologías de comunicación de información para clientes internos y externos.
- Buscar mejorar los costos en procesos de empaque final.
- Implementar programa de incentivos de innovación y desarrollo de iniciativas de ahorro de Materiales, desperdicios y gastos.

### **Amenazas:**

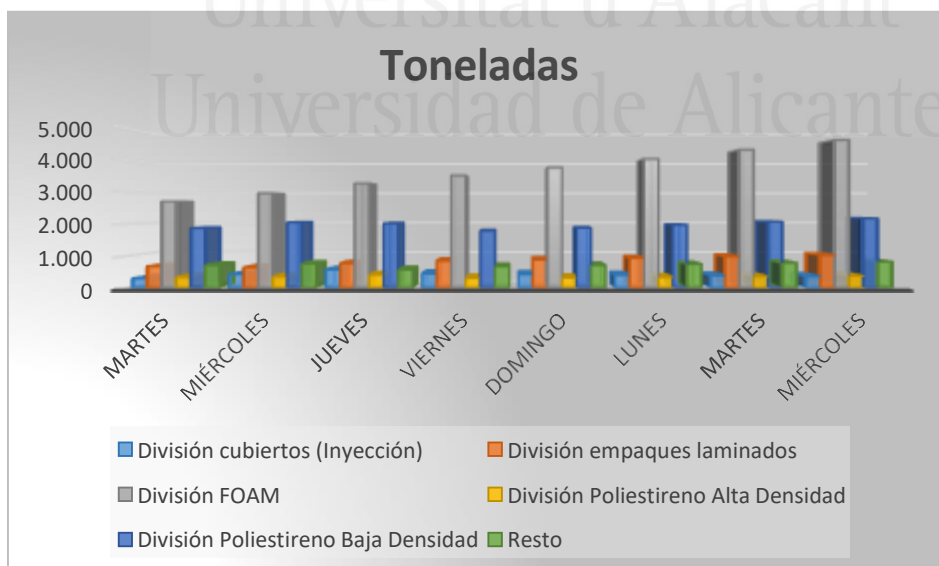
- La contracción de la economía reduce expectativas de crecimiento en el 2019.

- Limitación en financiamiento para nuevas inversiones en productos que satisfagan las tendencias del mercado.
- Amenazas tributarias y laborales que no ayudan en la implementación de los planes estratégicos de largo plazo.
- Mejorar e innovar sus maquinarias ayudando a acercarse a las mejoras tecnológicas de la competencia, y pudiendo reducir sus costos.

**g) Capacidad de producción.**

Durante los últimos cuatro (4) años el desarrollo de las diferentes líneas de negocio le ha permitido a la industria tener un crecimiento anual del 4.5%, en especial de FOAM.

**Figura 32:** Producción por toneladas de la compañía y pronósticos.



**Fuente:** Elaboración propia.

Plásticos del Guayas S.A., cuenta con una capacidad instalada a explotar entre un 35% a 40%, su estrategia es ampliar su producción con turnos adicionales y aumentar la velocidad de producción al hacer procesos por lotes más grandes. Mantiene dos turnos horarios. En este orden de ideas, espera en el medio plazo, incrementar su capacidad de producción ya que la compañía mantiene espacio físico para este crecimiento, aunque tiene que mejorar los espacios de almacenamiento.

#### **h) Clientes**

El mercado de plásticos es altamente competitivo donde la innovación con productos nuevos, el posicionamiento de éste con precios competitivos y una alta eficiencia de manufactura, aseguran un crecimiento sostenido. Como parte de su estrategia de marketing, la empresa Plásticos del Guayas S.A tiene su respaldo en un elevado número de años de experiencia fabricando productos plásticos descartables. Sus principales clientes son fundamentalmente supermercados, distribuidores y tiendas.

#### **i) Productos**

Los principales productos de la empresa son los siguientes:

**Tabla 64:** Principales productos de la empresa.

<b>Línea Descartables</b>	<b>Nueva Línea Descartables</b>	<b>Línea Industrial</b>
<b>-Foam</b>	-Air Pack	-Polietileno Alta y Baja Densidad
<b>-Cubiertos</b>	-Zip Zap	-PVC Termoencogible
<b>-Vasos, Tarrinas y Sorbetes</b>	-Plasti-Vac	-Fundas para Empaques Vacíos
<b>-Envases PET</b>	-Reutil	-Laminación
<b>-Fundas</b>		-Fundas Retractorles

**Fuente:** Elaboración Propia.

Se refiere los principales productos que se ofrecen dentro de las líneas descartables: Platos de FOAM, Cubiertos, Vasos, Sorbetes

**Figura 33:** Principales productos de la empresa



**Fuente:** Elaboración propia

## **j) Proveedores**

La empresa cuenta con diferentes proveedores debido a la variedad y el volumen de productos que fabrica.

## **Análisis de riesgo**

### **Riesgo de Mercado (Bajo):**

- Base de consumo: El asentamiento de una clase media asegura el consumo de los descartables.
- Canal: La posición líder de mercado ha permitido la creación de un canal de ventas que se identifica con la marca.
- Cambio de tendencias: Por preferencias ecológicas, el mundo está empezando a consumir menos desechable o a buscar alternativas biodegradables. Aun así, esta es una tendencia que apenas se está instaurando en los países desarrollados, por lo que falta tiempo para que se potencie en Ecuador; adicionalmente los drásticos cambios climáticos no parecen favorecer la inversión privada en los sectores agroforestales. De todos modos, la empresa tendrá que estar muy atenta a estos cambios.

### **Riesgo Político y Económico:**

- Historia crediticia del País: Ecuador arrastra el default de la deuda como un estigma que impide el acceso a endeudamiento exterior por tener un spread de deuda muy alto.
- Dependencia del petróleo: Durante el último quinquenio el País se enfocó en el desarrollo de una infraestructura basada en las rentas derivadas del petróleo, en ausencia de estos ingresos el Gobierno se enfrenta a un déficit fiscal, el cual está siendo mitigado por las financiaciones de China al país, y las recientes

aceleraciones de las inversiones en infraestructuras vía Asociaciones Publico Privadas-APPs.

#### **Riesgo Operacional:**

- Dependencia de productos importados: el Ecuador no produce polietileno, polipropileno, polietileno, PVC ni PET, principales materias primas utilizadas por la industria de los plásticos.
- Dependencia del precio del petróleo: una alta exposición a los precios del crudo ya que la materia prima depende exclusivamente de la industria petroquímica.
- Capacidad de generación de nuevos productos: se cuenta con la capacidad de generar troqueles, dada su integración con la industria metalmecánica de una empresa del grupo.

#### **Riesgo Financiero:**

- Endeudamiento: La compañía busca reconfigurar su pasivo para poder generar una dinámica que permita abonar al capital sin que exista una acumulación en el corto plazo ya que la deuda corriente representa más de 300 días de ventas.

#### **Riesgo Medioambiental y Social:**

- Permisos: el proyecto cuenta con todos los permisos y licencias medioambientales.

- Compromiso: se cuenta con el compromiso de los patrocinadores de cumplir con los requerimientos medioambientales de Panamá, CIFI, IFC y de los Principios del Ecuador.

- Cambios regulatorios: es probable que poco a poco la regulación se endurezca en cuanto a reciclables respecta, afectando a los productores como parte de la cadena.

### **Riesgo Jurídico / Regulatorio:**

- La empresa cumple con todas las formalidades y lleva más de 40 años constituida en el mercado.

- Buen nombre: cuenta con el reconocimiento de la industria.

### ***Gobierno Corporativo, sucesión y control.***

Debido al acelerado crecimiento del Grupo que pertenece la empresa del caso, es necesario considerar una evolución de sus estructuras administrativas de alto nivel para que reflejen las dimensiones y el potencial de los negocios involucrados.

En este sentido se hace necesario anotar los siguientes elementos:

- Nuevo Gobierno Corporativo centralizado: se ha conformado un cuerpo colegiado con principales (y suplentes) integrados por miembros de la familia y cuatro profesionales independientes, quienes de manera coordinada tomen las



decisiones de apalancamiento, crecimiento y apoyo entre las diferentes empresas del Grupo.

- Plan de sucesión: en línea con la anterior consideración, se contará con un planteamiento claro respecto de las líneas de sucesión, tanto de la propiedad, la dirección, como de la gerencia de las empresas.

- Presupuestación consolidada: se generarán esquemas de integración de flujos de caja que permitan optimizar el apalancamiento, el desarrollo, control y consolidación de las empresas del grupo.

- Control consolidado: la auditoría financiera debe estar en cabeza de un *controller* que dimensione el impacto de las decisiones a lo largo de todas las posibles derivaciones para el grupo, comparando resultados contra presupuestos aprobados e informando al nuevo Comité Ejecutivo.

### ***Variables Macroeconómicas***

Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG)

**Tabla 65:** Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG), Perú, Brasil, Chile, Colombia, México, Venezuela.

<b>Diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG)</b>						
<b>Fecha</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>	<b>México</b>	<b>Venezuela</b>
<b>2012</b>	157	183	151	148	188	1011
<b>2013</b>	159	209	154	158	189	927
<b>2014</b>	162	235	143	167	183	1337
<b>2015</b>	201	361	186	250	251	2775
<b>2016</b>	200	395	201	279	304	2747
<b>2017</b>	147	277	135	199	265	2259

**Fuente:** Bloomberg y Reuters.

Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG)

**Tabla 66:** Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG) Ecuador, Estados Unidos, Panamá.

<b>Diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG)</b>				
<b>Fecha</b>	<b>Ecuador</b>		<b>USA</b>	<b>Panamá</b>
<b>2012</b>	814		342	162
<b>2013</b>	637		342	173
<b>2014</b>	510		345	192
<b>2015</b>	995		349	206
<b>2016</b>	998		355	201
<b>2017</b>	658		355	151
	<b>LATIM EM BIG Países Latinoamericanos / Latin Countries</b>		<b>EM BIG Países Emergentes / Emerging Countries</b>	
	<b>393</b>		342	
	<b>379</b>		318	
	<b>407</b>		330	
	<b>540</b>		415	
	<b>537</b>		410	
	<b>436</b>		332	
	<b>Tasa de interés / interest rate</b>			
<b>Tesoro de EUA 5 años / USA Treasury 5 years</b>	<b>Tesoro de EUA 10 años / USA Treasury 30 years</b>	<b>Tesoro de EUA 30 años / USA Treasury 30 years</b>		<b>Date</b>
<b>0,8</b>	1,8	2,9		2012
<b>1,2</b>	2,3	3,4		2013
<b>1,6</b>	2,5	3,3		2014
<b>1,5</b>	2,1	2,8		2015
<b>1,3</b>	1,8	2,6		2016
<b>1,9</b>	2,3	3		2017

**Fuente:** Bloomberg y Reuters.

PIB per cápita países dolarizados

**Tabla 67:** PIB per cápita países dolarizados.

Años	Costa Rica	Panamá	Ecuador	El Salvador
2007	7.841,93	7.173,70	4.421,90	3.540,55
2008	8.095,31	7.653,08	4.624,20	3.569,92
2009	7.911,80	7.638,29	4.573,25	3.442,87
2010	8.199,42	7.937,26	4.657,30	3.474,39
2011	8.449,96	8.719,97	4.943,42	3.535,39
2012	8.753,23	9.360,34	5.140,26	3.585,29
2013	8.852,40	9.810,01	5.311,21	3.634,24
2014	9.077,42	10.229,23	5.439,38	3.668,20
2015	9.406,76	10.642,30	5.366,54	3.733,92
2016	9.714,10	10.982,37	5.210,11	3.802,86

**Fuente:** World Bank (2016).

Crecimiento del Producto, Inflación, Balance de la cuenta corriente externa (% del PIB):

**Tabla 68:** Crecimiento del Producto, Inflación, Balance de la cuenta corriente externa (% del PIB).

	Crecimiento del producto (Porcentaje)					Inflación <sup>2</sup> (Fin de período, porcentaje)					Balance de la cuenta corriente externa (Porcentaje del PIB)				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
				Proyecciones					Proyecciones				Proyecciones		
<b>América del Norte</b>															
<b>Canadá</b>	37	37	37	37	38	0,2	0,0	-0,1	-0,5	-0,5	91	90	89	87	85
<b>México</b>	24	21	21	21	21	0,4	2,6	1,6	0,9	0,9	56	54	53	53	54
<b>Estados Unidos</b>	33	32	32	33	34	-2,3	-2,5	-3,5	-3,6	-3,6	106	106	104	106	108
<b>Puerto Rico<sup>3</sup></b>	18	19	22	22	22	0,4	0,2	-0,5	-1,2	-1,2	49	51	55	58	61
<b>América del Sur</b>															

Argentina <sup>4</sup>	39	38	35	34	33	-4	-4	-2	-0	1	53	57	86	93	80
Bolivia	38	37	35	35	34	-6	-6	-7	-6	-6	46	51	53	57	59
Brasil	30	30	31	31	30	-2	-1	-1	-1	-1	78	84	87	91	93
Chile	24	24	24	24	24	-2	-2	-1	-1	-1	21	23	25	27	29
Colombia	24	24	24	25	24	0	0	0	1	1	49	49	52	51	49
Ecuador	37	34	34	32	31	-6	-2	1	2	5	43	44	45	49	48
Guyana	31	33	33	36	20	-3	-3	-2	-3	0	50	51	52	55	24
Paraguay	18	18	18	17	17	0	0	-0	0	0	19	19	21	23	22
Perú	20	20	20	20	20	-1	-1	-0	-0	-0	24	25	26	26	27
Suriname	25	27	27	31	30	-6	-5	-3	-6	-5	75	78	72	75	78
Uruguay	29	29	30	30	30	-0	-0	0	-0	-0	61	60	63	64	64
Venezuela <sup>5</sup>	25	36	34			-10	-16	-30			5	23	182		

**Fuente:** Informe Anual del FMI (2019).

1. Las definiciones de las cuentas del sector público varían según el país en función de las deferencias institucionales, incluido lo que constituye la cobertura apropiada desde una perspectiva de la política fiscal, tal como la define el personal técnico del FMI. Todos los indicadores se reportan en base al año fiscal. Los agregados regionales son promedios ponderados por el PIB en función del PPA, salvo que se le indique lo contrario. Como en el informe WEO del FMI, los datos y las proyecciones de este cuadro se basan en la información disponible hasta el 30 de septiembre de 2019.

2. Incluye el gobierno central, los fondos de seguridad social, las sociedades públicas no financieras y las sociedades públicas financieras no monetarias.

3. Para facilitar las comparaciones entre países, el gasto y el balance fiscal de Estados Unidos se ajustan a fin de excluir las partidas relacionadas con la contabilidad en base al criterio devengado de los planes de personas de prestaciones definidas de los funcionarios, los cuales se contabilizan como gasto en el Sistema de Cuentas Nacionales 2008 adoptado recientemente por Estados Unidos, pero no en aquellos países que aún no lo han adoptado. Por lo tanto, los datos de este cuadro correspondientes a Estados Unidos pueden diferir de los publicados por la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos.

### **Procedimiento aplicado para el desarrollo del caso práctico:**

1.- Elaboración de las proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A., sobre la base de la estimación y análisis del futuro de las distintas partidas de resultados, de las cuales se obtiene la utilidad operacional (EBIT) por cada año de proyección.

2.-Obtención de los flujos perpetuos con una tasa constante, por cuanto esta empresa es madura, con una posición competitiva consolidada en un mercado estable. Con un producto y un plan comercial que, mejorando su posicionamiento estratégico, puede ser mejor al planificado, además va de la mano del Producto Interno Percápita del futuro estimado. Es, por lo tanto, un flujo de acuerdo a la tendencia estimada de la compañía. Hemos considerado un crecimiento del 2% en perpetuidad.

3.- Determinación de las variaciones de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF), Inversiones en activos fijos y las depreciaciones anuales.

4.- Preparación del Flujo de Caja Libre de la empresa de los flujos periódicos e incluir el flujo de caja perpetuo.

5.-Determinación de la tasa de descuento (WACC).

6.-Descontar los flujos de cajas periódicos según 1, y descontar los flujos perpetuos.

7.-Calcular el valor de la empresa.

8.-Análisis de sensibilidad considerando las variables más relevantes, (a) Variaciones del WACC, y (b) Combinación de las variaciones de WACC y los volúmenes de ventas.

**A continuación, se procede a explicar la ejecución del paso 5, por contener parte de las aportaciones.**

La investigación y su hipótesis guardan relación directa con la tasa de descuento, que considerando el WACC (costo promedio ponderado de capital), con sus dos componentes que lo forman, la deuda ( $k_d$ ), y los fondos propios ( $k_e$ ). Para calcular el  $K_e$ , utilizamos el CAPM, cuya fórmula general para países desarrollados es  $R_f + B*[E(RM) - R_f]$ , y cuando se trata de países emergentes la mayoría de tratadistas e investigadores consideran que agregándole el Riesgo País, se cubre el riesgo adicional que tienen los inversores; por lo tanto, la fórmula que han sugerido es  $R_f + B*[E(RM) - R_f] + \text{Riesgo País}$ .

Los análisis sobre la hipótesis de la investigación, y los aspectos relacionados con la inclusión o no, como parte de la fórmula general al Riesgo País, luego de culminar todo el proceso de los mismos, se considera que para evitar encarecer tasas de descuentos y sobrevalorarlas o subestimarlas, en vez de agregar el Riesgo País, se debe plantear agregar el diferencial de inflación entre Estados Unidos y el Ecuador, objetivo de la presente investigación, presentando una metodología simple que permita a las empresas ecuatorianas comiencen a realizar su valoración y que esta metodología sea una herramienta de análisis para medir la creación o

destrucción de valor. La fórmula recomendada es agregar como un riesgo adicional al diferencial de inflación entre EE.UU. y Ecuador, cuya fórmula es

$$\text{CAPM} = R_f + B * [E (R_M) - R_f] + \text{Diferencial de Inflación.}$$

**Desagregando la fórmula de la siguiente manera:**

a) Cálculo de la tasa libre de Riesgo ( $R_f$ ).

En el modelo CAPM, la llamada tasa libre de riesgo (risk-free rate), básicamente corresponde al rendimiento de la deuda pública de un país sin riesgo con vencimiento a largo plazo, por ser flujos lejanos y es el punto de partida del modelo; es la renta mínima que brinda una inversión segura, por ejemplo, un bono emitido por un país de economía sólida, como los EE.UU. Sin embargo, hay más de una alternativa de tasas a elegir, y esto plantea una disyuntiva metodológica. Para nuestro caso hemos tomado los bonos del tesoro americano en un período de 10 años (Bloomberg Markets, 2019).

b) Cálculo de la Prima de mercado ( $R_m$ ).

Esta prima, en los países desarrollados, ha sido determinada por diferentes investigaciones, las cuales han abarcado el período que va desde la posguerra hasta el año 2017. Básicamente, la Prima de Riesgo de Mercado mide el

rendimiento que los inversores esperan obtener en los activos con riesgo por encima de la rentabilidad de un activo sin riesgo. Debido a que en los países emergentes no podemos llegar a determinar esta cifra, porque no disponemos de los datos estadísticos para hacerlo, lo que se usa, en principio, es una prima por el riesgo de los países desarrollados. Para el caso práctico la Prima de Mercado ( $R_m$ ) es del 6,24%. (Damodaran, 2017)

c) Cálculo del coeficiente Beta.

En el Ecuador nos enfrentamos a la imposibilidad de calcular directamente el coeficiente; recordemos que esto implica calcular el coeficiente angular de la recta característica de un activo, que tiene como variable explicativa los rendimientos del mercado. Pero en el caso del mercado ecuatoriano operan muy pocas empresas, con lo cual no es posible disponer de  $R_m$ , por tanto, no podemos calcular esta recta y estimar el coeficiente.

La Beta tiene que relacionarse en activos con riesgos, que se trata de una cartera de activos diversificados eficientemente, representativa del conjunto de activos reales en el mercado, por ello, la Beta mide el riesgo sistemático del activo, es decir, aquella volatilidad esperada de sus flujos que se originan del propio mercado. Todos los inversores desean una rentabilidad a todos sus activos y por ello se tiene presente este coeficiente Beta para medir el riesgo.



Como en el Ecuador y específicamente en la empresa del caso práctico, no se cotiza en Bolsa, hemos tomado como base, una empresa similar que cotiza en Bolsa, basado en Damodaran, (2017).

Esta beta desapalancada de 0,84, o también denominada sin deuda, es la que mide el riesgo sistemático del activo operativo neto, sin por supuesto considerar aquel riesgo añadido por las deudas.

Con esta beta desapalancada y su relación D/E de 53,04%, se procede a apalancar la beta. Para el caso práctico de Plásticos Guayas S.A, el apalancamiento es del 413,82, y calculamos la beta apalancada que es de 271,14%.

d) Cálculo del CAPM.y WACC.

1.-Con todos los elementos de la formula general,  $CAPM = R_f + B*[E (RM)-R_f]$  + Riesgo País, por lo tanto, en primer lugar, calculamos este CAPM, incluyendo como riesgo país el valor de 658%. El CAPM es de 17,42%. Luego procedemos a calcular el WACC cuyo valor es de 9,63%, que es el costo promedio ponderado de capital considerando el peso de  $K_d$  (0,19%) y  $K_e$  (0,81%), y el costo promedio de la deuda (9,93%), menos el impuesto del 22%, considerando que los gastos financieros son deducibles, más el costo del  $K_e$  determinado según formula CAPM de 17,42%.

2.-Con todos los elementos de la fórmula según nuestra investigación,  $CAPM = R_f + B*[E (RM)-R_f] + \text{Diferencial de Inflación}$ , calculamos este CAPM, incluyendo el diferencial de Inflación de 0,40%. El CAPM es de 10,84%. Luego procedemos a calcular el WACC cuyo valor es de 8,35%, que es el costo promedio ponderado de capital considerando el peso de  $K_d$  (0,19%) y  $K_e$  (0,81%), y el costo promedio de la deuda (9,93%, menos el impuesto del 22%), considerando que los gastos financieros son deducibles, más el costo del  $K_e$  determinado según fórmula CAPM de 10,84%. (Tabla 28).

Es importante mencionar, que en Plásticos Guayas S.A. se ha considerado que el coste de capital del patrimonio neto y de la deuda cambian a lo largo del período de planificación, ya que cambia la estructura de financiación, el coste de capital medio fluctuará durante dicho período. Se ha procedido a calcular para cada año el valor de relación de endeudamiento D/E y determinar el valor más preciso del CAPM., teniendo una mejor beta apalancada.

Explicación del paso 7: Cálculo del valor de empresa (Según CAPM de la fórmula general):

a) Se toma el Flujo de Caja Libre correspondiente a los flujos de caja periódicos de los años 2017 al 2021. Estos flujos se traen a valor presente para lo cual se utiliza la tasa de descuento o Wacc de 9,63%. Este valor se obtiene combinando el costo promedio ponderado de la deuda de 9,93% (menos el impuesto a la renta del 22%) y un peso del 81%, más utilizando el CAPM con la fórmula general, que es la rentabilidad exigida por los accionistas de 17,42%; por ejemplo; para 2017 y un

peso del 19%. El valor actual neto de estos flujos periódicos refleja un valor de \$ 21.746.

Adicionalmente se calculan los flujos perpetuos, que no es otra cosa que considerar esta empresa Plásticos Guayas S.A., donde el negocio continúa operativo y generando flujos de caja hasta el infinito (perpetuidad). Se establece un crecimiento del 2% a perpetuidad. El valor de los flujos a perpetuidad es de \$ 71.853.

Total de \$ 21.746 de flujos periódicos, más el total de flujos perpetuos de \$ 71.853, representa un valor de \$ 92.899.

### RESUMEN VALOR DE LA EMPRESA

Valor de flujos periódicos	\$ 21.746
Valor de flujos perpetuos	71.853
<b>Sub-total</b>	<b>92.899</b>
Deuda	-58.769
Activos no operativos sin valor razonable	-20.000
<b>Total de valor</b>	<b>14.130</b>

Cálculo del valor de empresa (Según CAPM de la fórmula de la investigación).

b) Se toma el Flujo de Caja Libre correspondiente a los flujos de caja periódicos de los años 2017 al 2021. Estos flujos se traen a valor presente para lo ello se utiliza la tasa de descuento o Wacc de 8,35%. Este valor se obtiene combinando el costo promedio ponderado de la deuda de 9,93% (menos el impuesto a la renta del 22%) y un peso del 81%, más utilizando el CAPM con la formula general, que es la rentabilidad exigida por los accionistas de 10,84%; por ejemplo, para 2017 y un peso del 19%. El valor actual neto de estos flujos periódicos refleja un valor de \$ 22.562.

Adicionalmente se calculan los flujos perpetuos, que no es otra cosa que considerar esta empresa Plásticos Guayas S.A., donde el negocio continúa operativo y generando flujos de caja hasta el infinito (perpetuidad). Se establece un crecimiento del 2% a perpetuidad. El valor de los flujos a perpetuidad es de \$ 90.686.

Total, de \$ 22.562 de flujos periódicos, más el total de flujos perpetuos de \$ 90.686, refleja un valor de \$ 113.248.

#### **RESUMEN VALOR DE LA EMPRESA**

Valor de flujos periódicos	\$ 22.562
Valor de flujos perpetuos	90.686
<b>Sub-total</b>	<b>113.248</b>
Deuda	-58.769
Activos no operativos sin valor razonable	-20.000
<b>Total de valor</b>	<b>34.479</b>

## Explicación del paso 8: Análisis de sensibilidad

a) El valor hallado se sensibilizó ante diferentes tasas de descuento (WACC) y variaciones del valor de flujos periódicos, más el valor de los flujos perpetuos.

Sobre la base de los supuestos considerados, se estimó que el valor de la empresa se ubicaría dentro de los rangos de \$ 79.570 millones mínimo y \$ 84.954 millones máximo, sin considerar la deuda y los activos no operativos de \$ 20.000 millones sin valor razonable.

b) El valor hallado se sensibilizó ante diferentes tasas de descuento (WACC) y variaciones del valor de flujos periódicos.

Sobre la base de los supuestos considerados, se estimó el valor de flujos periódicos de \$ 23.831 mínimo y de \$ 26.193 máximo.

**Tabla 69:** Análisis de sensibilidad.

<b>ANALISIS DE SENSIBILIDAD-Variación de Flujo periódico (tabla 28)</b>			
<b>Variación de WACC</b>	<b>PESIMISTA</b>	<b>PROMEDIO</b>	<b>OPTIMISTA</b>
<b>8450%</b>	23,831	24,684	25,537
<b>8400%</b>	23,862	24,716	25,570
<b>8200%</b>	23,989	24,848	25,707
<b>8000%</b>	24,118	24,981	25,844
<b>7956%</b>	24,146	25,011	25,875
<b>7500%</b>	24,443	25,318	26,193
	máx.	26,193	
	min	23,831	

<b>ANALISIS DE SENSIBILIDAD-Variación del valor de la empresa</b>			
<b>Variación de WACC</b>	<b>PESIMISTA</b>	<b>PROMEDIO</b>	<b>OPTIMISTA</b>
<b>8450%</b>	79,570	80,423	81,276
<b>8400%</b>	79,756	80,610	81,464
<b>8200%</b>	80,506	81,365	82,223
<b>8000%</b>	81,265	82,129	82,992
<b>7956%</b>	81,434	82,299	83,163

<b>7500%</b>	83,204	84,079	84,954
	máx.	84,954	
	min	79,570	

(Variación del valor de la empresa, según tabla 28, incluyendo los flujos perpetuos.)

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 70:** Modelo del Flujo de Caja Descontado.

	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Activos</b>					
<b>Activo Corriente</b>					
<b>Caja y Bancos</b>	2.729	2.765	2.805	2.844	2.886
<b>Cuentas por cobrar</b>	8.593	8.711	8.835	8.961	9.811
<b>Impuestos pagados por anticipados</b>	428	433	440	446	452
<b>Varios Deudores</b>	3.406	3.406	4.805	5.380	5.938
<b>Otros Activos</b>	2.596	2.596	2.596	2.596	2.596
<b>Inventarios</b>	10.693	10.847	10.998	11.159	13.634
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>28.446</b>	<b>28.759</b>	<b>30.479</b>	<b>31.386</b>	<b>35.318</b>
<b>Activo No Corriente</b>					
<b>Activos Fijos</b>	48.147	46.468	44.807	43.165	41.568
<b>Cargos Diferidos</b>	991	991	991	991	991
<b>Otros Activos</b>	5.028	5.028	5.028	5.028	5.028
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>54.167</b>	<b>52.487</b>	<b>50.826</b>	<b>49.185</b>	<b>47.588</b>
<b>Total Activos</b>	<b>82.613</b>	<b>81.247</b>	<b>81.305</b>	<b>80.571</b>	<b>82.906</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>					
<b>Pasivo Corriente</b>					
<b>Varios Acreedores</b>	461	456	436	427	433
<b>Cuentas por pagar</b>	6.610	5.059	4.314	2.342	3.321
<b>Deuda con terceros</b>	2.573	2.573	2.573	2.573	2.573
<b>Emisión de obligaciones y préstamos bancarios</b>	17.803	17.803	17.803	17.803	17.803
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>27.446</b>	<b>25.891</b>	<b>25.127</b>	<b>23.145</b>	<b>24.130</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>					
<b>Deuda a largo plazo</b>	40.966	40.966	40.966	40.966	40.966
<b>Pasivo No Corriente</b>	40.966	40.966	40.966	40.966	40.966
<b>Total Pasivo</b>	<b>68.412</b>	<b>66.856</b>	<b>66.092</b>	<b>64.110</b>	<b>65.096</b>
<b>Patrimonio</b>	14.202	14.390	15.213	16.461	17.810
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>82.613</b>	<b>81.247</b>	<b>81.305</b>	<b>80.571</b>	<b>82.906</b>

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 71:** Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.

	2017	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad
<b>Ventas Netas</b>	42.783	43.348	43.970	44.584	45.237	46.141
<b>Costo de Ventas</b>	26.953	27.309	27.701	28.088	28.499	29.069
<b>Margen Bruto</b>	15.830	16.039	16.269	16.496	16.738	17.072
<b>Gastos de Administración</b>	5.562	5.635	5.276	5.350	5.428	5.537
<b>Gastos de Ventas</b>	4.064	3.901	3.847	3.567	3.619	3.691
<b>Utilidad Operacional (EBIT)</b>	6.204	6.502	7.145	7.579	7.690	7.844
<b>Gastos Financieros</b>	5.836	5.836	5.836	5.836	5.836	5.952
<b>Otros Gastos (ingresos)</b>	(264)	(144)	(144)	(144)	(144)	(147)
<b>Utilidad Antes de Impuesto</b>	632	811	1.453	1.888	1.999	2.038
<b>Impuestos y participación a trabajadores</b>	614	622	631	640	649	662
<b>Utilidad Neta</b>	18	189	823	1.248	1.350	1.377
<b>Depreciaciones</b>	2.205	2.180	2.161	2.141	2.097	2.100

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 72:** Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Crecimiento Anual</b>		1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>Ventas Netas</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>Costo de Ventas</b>	63,00%	63,00%	63,00%	63,00%	63,00%
<b>Margen Bruto</b>	37,00%	37,00%	37,00%	37,00%	37,00%
<b>Gastos de Administración</b>	13,00%	13,00%	12,00%	12,00%	12,00%
<b>Gastos de Ventas</b>	10,00%	9,00%	9,00%	8,00%	8,00%
<b>Utilidad Operacional (EBIT)</b>	15,00%	15,00%	16,00%	17,00%	17,00%
<b>Gastos Financieros</b>	14,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
<b>Otros Gastos (ingresos)</b>	-1,00%	-0,33%	-0,33%	-0,32%	-0,32%
<b>Utilidad Antes de Impuesto</b>	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	4,00%
<b>Impuestos y participación a trabajadores</b>	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>Utilidad Neta</b>	0,04%	0,44%	1,90%	2,80%	3,00%

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 73:** Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.

<b>FINANCIAMIENTO DE LA COMPAÑÍA</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Emisión de obligaciones y préstamos bancarios</b>	34.221.191,96	34.221.191,96	34.221.191,96	34.221.191,96	34.221.191,96
<b>Deuda a largo plazo</b>	24.547.615,39	24.547.615,39	24.547.615,39	24.547.615,39	24.547.615,39
<b>Total de deuda</b>	58.768.807,35	58.768.807,35	58.768.807,35	58.768.807,35	58.768.807,35
<b>Gastos financieros</b>	5.835.742,57	5.835.742,57	5.835.742,57	5.835.742,57	5.835.742,57
<b>% da gastos financieros</b>	0,0993	0,0993	0,0993	0,0993	0,0993
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Peso de la deuda</b>	0,81	0,8	0,79	0,78	0,77
<b>Peso del patrimonio</b>	0,19	0,2	0,21	0,22	0,23
	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Relación de deuda a patrimonio</b>	413,82	408,4	386,31	357,02	329,97

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 74:** Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.

	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Tasa libre de riesgo</b>	2,25%				
<b>Beta no apalancada</b>	0,84				
<b>Beta apalancada</b>	271,14	267,58	253,11	233,92	216,20
<b>Prima histórica de mercado</b>	6,24%				
<b>DIFERENCIA INFLACIÓN USA vs ECUADOR</b>	0,40%				
<b>Relación de deuda a patrimonio</b>	413,82	408,40	386,31	357,02	329,97
<b>Riesgo país</b>	658,00%				
<b>RENTABILIDAD EXIGIDA A LAS ACCIONES (según investigación)</b>	10,84	10,70	10,13	9,36	8,65
<b>RENTABILIDAD EXIGIDA A LAS ACCIONES (según forma general)</b>	17,42	17,28	16,70	15,94	15,23
<b>Costo promedio pond. De las deudas</b>	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%
<b>WACC (según la investigación)</b>	8,35%	8,33%	8,24%	8,10%	7,96%
<b>WACC (según formula general)</b>	9,63%	9,62%	9,59%	9,54%	9,49%
<b>Tasa de Impuesto</b>	22,00%				

**Fuente:** Elaboración propia.



**Tabla 75:** Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.

	2017	2018	2019	2020	2021	Perpetuo
<b>Ingresos</b>	43,06	43,35	43,97	44,58	45,24	46,14
<b>Costos operativos</b>	27,13	27,31	27,70	28,09	28,50	29,07
<b>Gastos operativos</b>						
<b>Gastos administrativos</b>	5,60	5,64	5,28	5,35	5,43	5,54
<b>Gastos de Ventas</b>	4,09	3,90	3,85	3,57	3,62	3,69
<b>Utilidad operativa (ebit)</b>	6,24	6,50	7,15	7,58	7,69	7,84
<b>Impuesto a la Renta + Part. Trabajadores</b>	618,00	622,00	631,00	640,00	649,00	662,00
<b>Nopat</b>	5,63	5,88	6,51	6,94	7,04	7,18
<b>Depreciación y Amortización</b>	2,21	2,18	2,16	2,14	2,10	2,10
<b>Cambio en la NOF</b>	(1,72)	(1,87)	(2,48)	(2,89)	(2,95)	(2,95)
<b>Inversiones en activos fijos</b>	(500,00)	(500,00)	(500,00)	(500,00)	(500,00)	(500,00)
<b>Flujo de caja libre</b>	5,61	5,69	5,69	5,69	5,69	5,84
<b>WACC (según investigación)</b>	0.0835	0.0833	0.0824	0.0810	0.0796	
	1,0835	1,17353889	1,268128756	1,365838	1,4666091	
<b>Valor Actual de los flujos periódicos</b>	5,175.33	4,850.07	4,488.30	4,167.22	3,880.89	
<b>Total Valor Actual de los Flujos periódicos</b>	22,561.80					
<b>Flujos de caja libre perpetuos</b>	97,904.71					
	90,686.10					
<b>Valor de la empresa, según investigación</b>						
<b>Valor Actual de los flujos periódicos</b>	22,561.80					
<b>Valor Actual de los flujos perpetuos</b>	90,686.10					
<b>Deuda total</b>	(58,769.00)		58,768.00			
<b>Pérdidas por valor de maquinarias obsoletas</b>	(20,000.00)					
<b>Valor neto de la empresa</b>	34,478.90					
<b>WACC (según fórmula general)</b>	0.0963	0.0962	0.0959	0.0954	0.0949	
	1,0963	1,20165444	1,31617240	1,4397628	1,5735200	
<b>Valor Actual de los flujos periódicos</b>	5,114.90	4,736.59	4,324.47	3,953.25	3,617.20	
<b>Total Valor Actual de los Flujos periódicos</b>	21,746.41					
<b>Flujos de caja libre perpetuos</b>	77,905.49					
	71,153.06					
<b>Valor de la empresa, según investigación</b>						
<b>Valor Actual de los flujos periódicos</b>	21,746.41					
<b>Valor Actual de los flujos perpetuos</b>	71,153.06					
<b>Deuda total</b>	(58,768.00)					
<b>Pérdidas por valor de maquinarias obsoletas</b>	(20,000.00)					

Valor neto de la empresa 14,131.47

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 76: Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A. (Drivers de la Valoración e inversión).

		2017	2018	2019	2020	2021
<b>Rendimiento sobre ventas (ROS)</b>	Beneficio Neto / Venta neta	0,04%	0,44%	1,87%	2,80%	2,98%
<b>Rendimiento sobre la inversión (ROI)</b>	NOPAT / Capital Invertido	7,66%	8,04%	8,81%	9,22%	9,19%
<b>Rendimiento sobre los activos totales (ROA)</b>	EBIT/ Activos Netos	8,50%	8,89%	9,66%	10,07%	10,04%
<b>Rentabilidad de los Recursos Propios (ROE)</b>	Beneficio Neto / Patrimonio	0,13%	1,31%	5,41%	7,58%	7,58%
<b>Endeudamiento</b>	Deuda Total / Patrimonio Gastos financieros / Deuda con intereses	4,1382	4,084	3,8631	3,5702	3,2997
<b>Costo de la deuda</b>		9,93%	9,93%	9,93%	9,93%	9,93%
<b>Cobertura de Intereses</b>	EBIT / Gastos financieros	1,06	1,11	1,22	1,3	1,32
<b>WACC</b>	$Kd(1-t)Wd\% + Ke(We\%)$					
<b>*Según Investigación</b>		8,35%	8,33%	8,24%	8,10%	7,96%
<b>*Según Fórmula General</b>		9,63%	9,62%	9,59%	9,54%	9,49%
<b>NOPAT</b>		5.590	5.880	6.514	6.940	7.041
<b>Capital Invertido</b>		72.970	73.159	73.982	75.230	76.579
<b>EBITDA</b>		8.409	8.682	9.306	9.720	9.788
<b>Economic Value Added (EVA)</b>	(ROIC-WACC)*Capital Invertido					
<b>*Según Investigación</b>		(502)	(211)	421	847	949
<b>*Según Fórmula General</b>		(1.436)	(1.158)	(578)	(236)	(223)
<b>Inversión:</b>		<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Total de deuda		58.768.807	58.768.807	58.768.807	58.768.807	58.768.807
Total de patrimonio		14.201.526	14.390.181	15.212.722	16.440.708	17.810.261
Total de inversión		72.970.333	73.158.988	73.981.530	75.229.516	76.579.068
		<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Deuda Total		58.769	58.769	58.769	58.769	58.769
Patrimonio		14.202	14.390	15.213	16.461	17.810
Endeudamiento		81%	80%	79%	78%	77%
ROE = Rentab. Del Patrimonio		0,13%	1,33%	5,72%	8,20%	8,20%

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 77:** Drivers de la Proyección.

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>N.O.F.</b>	18.803	20.672	23.155	26.044	28.991
<b>Activos Netos</b>	72.970	73.159	73.982	75.230	76.579
<b>ROA = Rentabilidad de los Activos</b>	9%	9%	10%	10%	10%
<b>Activos Corr/Activos Totales</b>	34%	35%	37%	39%	43%
<b>Deuda de Corto Plazo</b>	17.803	17.803	17.803	17.803	17.803
	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Necesid. Operat. de Fondos</b>	17.080	18.803	20.672	23.155	26.044
<b>N.O.F./Ventas</b>	41%	44%	48%	53%	58%
<b>Incremento de NOF</b>	1.723	1.868	2.484	2.889	2.947
<b>EBIT</b>	5.188	6.204	6.502	7.145	7.690
<b>Impuestos y participación trabajadores</b>	1.748	2.091	2.191	2.408	2.592
<b>Depreciaciones</b>	2.135	2.205	2.180	2.161	2.097
<b>Inversiones</b>	72.970	73.159	73.982	75.230	76.579
<b>EBITDA</b>	7.323	8.409	8.682	9.306	9.788

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 78:** Proyecciones financieras de Plásticos Guayas S.A.

<b>Cálculos</b>	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Adiciones en Activos Fijos</b>					
<b>Saldo Inicial</b>	49.852	48.147	46.468	44.807	43.165
<b>(-)</b>					
<b>Depreciación</b>	-2.205	-2.180	-2.161	-2.141	-2.097
	47.647	45.968	44.307	42.665	41.068
<b>Adiciones</b>	500	500	500	500	500
<b>Saldo Final</b>	48.147	46.468	44.807	43.165	41.568

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 79:** Proyección financiera-información histórica de Plásticos Guayas S.A.

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Activo</b>				
<b>Activo Corriente</b>				
<b>Caja y Bancos</b>	2.614	2.040	10.983	2.450
<b>Cuentas por cobrar</b>	5.772	6.001	6.870	6.418
<b>Impuestos pagados por anticipados</b>	371	1.296	172	415
<b>Varios Deudores</b>	1.757	11.050	6.150	5.112
<b>Otros Activos</b>	4.546	2.616	2.010	2.596
<b>Inventarios</b>	11.963	12.251	11.609	11.177
<b>Total Activo Corriente</b>	27.022	35.256	37.795	28.169
<b>Activo No Corriente</b>				
<b>Activos Fijos</b>	34.552	35.812	37.401	49.852
<b>Cargos Diferidos</b>	3.394	1.800	2.003	991
<b>Otros Activos</b>	30	2.288	10.643	5.028
<b>Total Activo No Corriente</b>	37.975	39.900	50.048	55.872
<b>Total Activos</b>	64.997	75.156	87.843	84.041

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 80:** Proyección financiera-información histórica de Plásticos Guayas S.A.

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>				
<b>Pasivo Corriente</b>				
<b>Varios Acreedores</b>	31	20	178	172
<b>Cuentas por pagar</b>	7.799	7.995	8.596	8.344
<b>Deuda con terceros</b>	2.399	2.445	2.496	2.573
<b>Emisión de obligaciones y préstamos bancarios</b>	19.694	25.186	29.040	34.221
<b>Total Pasivo Corriente</b>	29.923	35.645	40.311	45.310
<b>Pasivo No Corriente</b>				
<b>Deuda a largo plazo</b>	23.489	26.967	33.349	24.548
<b>Pasivo No Corriente</b>	23.489	26.967	33.349	24.548
<b>Total Pasivo</b>	53.412	62.612	73.660	69.857
<b>Patrimonio</b>	11.585	12.544	14.183	14.183
<b>Total Pas y Patrimonio</b>	64.997	75.156	87.843	84.041

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 81:** Proyección financiera-información histórica de Plásticos Guayas S.A.

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Ventas Netas</b>	39.204,00	43.209,00	44.167,00	42.007,00
<b>Costo de Ventas</b>	27.002,00	30.628,00	29.225,00	27.373,00
<b>Margen Bruto</b>	12.202,00	12.581,00	14.941,00	14.633,00
<b>Gastos de Administración</b>	5.218,00	5.004,00	6.351,00	5.924,00
<b>Gastos de Ventas</b> ___	3.199,00	3.159,00	3.504,00	3.521,00
<b>Utilidad Operacional (EBIT)</b>	3.786,00	4.419,00	5.087,00	5.188,00
<b>Gastos Financieros</b>	3.667,00	3.860,00	4.573,00	4.916,00
<b>Otros Gastos (ingresos)</b>	(329,00)	(342,00)	(363,00)	(578,00)
<b>Utilidad Antes de Impuesto</b>	447,00	901,00	876,00	850,00
<b>Impuestos y PT</b> ___	447,00	901,00	876,00	850,00
<b>Utilidad Neta</b>	0,00	0,00	0,00	0,00

**Fuente:** Elaboración propia.

**Tabla 82:** Proyección financiera-información histórica de Plásticos Guayas S.A.

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Crecimiento Anual</b>		10,00%	2,00%	-5,00%
<b>Ventas Netas</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>Costo de Ventas</b>	68,88%	70,88%	66,17%	65,16%
<b>Margen Bruto</b>	31,12%	29,12%	33,83%	34,84%
<b>Gastos de Administración</b>	13,31%	11,58%	14,38%	14,10%
<b>Gastos de Ventas</b>	8,16%	7,31%	7,93%	8,38%
<b>Utilidad Operacional</b>	9,66%	10,23%	11,52%	12,35%
<b>Gastos Financieros</b>	9,35%	8,93%	10,35%	11,70%
<b>Otros Gastos (ingresos)</b>	-0,84%	-0,79%	-0,82%	-1,37%
<b>Utilidad Antes de Impuesto</b>	1,14%	2,08%	1,98%	2,02%
<b>Impuestos y PT</b>	1,14%	2,08%	1,98%	2,02%
<b>Utilidad Neta</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

**Fuente:** Elaboración propia.

## CONCLUSIONES DEL CASO

El valor de la Empresa Plásticos Guayas S.A., se expresa de forma comparativa quedando evidenciado lo siguiente:

- Según forma general, esto es en WACC, se incluye en el CAPM (ke), el Riesgo País, y el valor neto de la empresa es de \$ 14.798.
- Según forma sugerida en esta investigación, se incluye en CAPM (ke) el diferencial de Inflación, el valor neto de la empresa es de \$ 34.479.

Los resultados obtenidos permitieron confirmar que incluir en el CAPM, como parte de la determinación del Ke, el Riesgo País, conlleva a que el valor de la empresa para el vendedor se vea disminuido en \$ 20.479. Al incluir en el CAPM, como parte de la determinación del ke, el Diferencial de Inflación entre EE.UU. y Ecuador, se obtiene una diferencia significativa.

**Tabla 83:** Aplicación del modelo EVA.

Economic Valued Added (EVA)	Capital Invertido (WACC -ROIC)				
	2017	2018	2019	2020	2021
*Según Investigación	465,79	211,23	421,36	847,13	948,83
*Según Fórmula General	1,400.25	1,158.10	578,12	235,99	223,09

**Fuente:** Elaboración propia.

Se ha incluido el modelo EVA y se evidencia que este caso para Plásticos Guayas S, A, ha destruido valor.

Este caso práctico ha sido desarrollado de manera didáctica para que sea aplicable en el campo empresarial, y sea de utilidad para ilustrar los análisis sobre la creación o destrucción de valor en las empresas, en consonancia con las características particulares de Ecuador.

En este capítulo se ha desplegado el marco metodológico de la investigación, abordándose de manera explícita todo su diseño, el procesamiento, análisis de la información y sus resultados. Partiendo de ellos se describe la aportación metodológica y procedimiento seguido para la determinación de la Tasa de Descuento, así como su aplicación práctica para la valoración de la Empresa Plásticos Guayas S.A. Manteniendo esta lógica de investigación desde fundamentos teóricos, desarrollo metodológico y sus resultados, en el siguiente capítulo se explican las conclusiones de la tesis en correspondencia con los objetivos trazados en la misma.



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

## **CAPÍTULO III. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

### **3.1. Conclusiones Generales**

Como resultado de la investigación realizada, se llega a las siguientes conclusiones generales:

- Las indagaciones bibliográficas realizadas permitieron explorar y manejar amplia literatura sobre el objeto y campo de investigación, posibilitando profundizar y constatar la existencia variada de información sobre ellos, llegando a establecer el estado del arte, tendencias y demandas sobre el mismo. Lo anterior sirvió para orientar la presente investigación y permitir llegar a propuestas constructivas y soluciones concretas.

- El análisis de diferentes investigaciones, documentos formales y práctica profesional permitieron identificar una brecha epistemológica en los procesos de valoración de empresas, la cual revela divergencias entre la teoría y la práctica. Existen diversas metodologías y métodos para determinados países (dentro de los



que se encuentra Ecuador), que no son aplicados en su integridad, ya sea tanto por razones objetivas como subjetivas. Esto genera que, en la práctica, pocas veces sean utilizadas tal y como figuran en los manuales y documentos especializados, lo que conduce a que, en su aplicación parcializada o descontextualizada, se llegen a decisiones erróneas.

- La valoración de empresas en los mercados emergentes resulta una tarea crítica, dado que estas economías no proporcionan información fiable para estimar los parámetros pertinentes, indispensablemente basados en datos locales. Investigadores y académicos han sugerido determinados ajustes entre estos, al CAPM. Tales recomendaciones se centran principalmente en alternativas para modificar la tasa de descuento y hacer frente al riesgo adicional (con frecuencia denominado "País") asociado a la inversión en economías emergentes. A juicio del autor, y basado en las indagaciones relacionadas con la presente tesis, se estima que esta cuestión debe abordarse desde una perspectiva diferente, tanto como en nuevas ideas no exploradas por los economistas hasta ahora.

- Se ha identificado una clara preferencia global con respecto al empleo del Método de Flujos de Caja Descontados para la valoración de empresas. Sobre éste muchos autores opinan que, además de su correcta fundamentación conceptual, permite la generación de parámetros y proyecciones idóneas que aportan datos suficientemente certeros para la identificación del valor de una compañía. Sin embargo, también se ha evidenciado que varios de estos mismos autores sugieren que sobre la base de dicho método, se realicen ajustes o adecuaciones que complementen la valoración de acuerdo a las particularidades de la empresa a

valorar, sin que esto en ningún momento signifique el descarte del método tradicional o cualquier otra novedosa propuesta pertinente.

- Las metodologías actuales basadas en los ajustes de la tasa de descuento presentan varios inconvenientes en los países con mercados emergentes. Por un lado, la práctica de añadir el Riesgo País a las estimaciones del CAPM altera la esencia del modelo, según el cual las tasas de descuento deben reflejar sólo riesgos "simétricos" (o bilaterales) no divisibles. Sin embargo, el Riesgo País claramente no es simétrico y puede ser al menos parcialmente diversificable (aunque, con respecto a este último, algunos modelos de correlaciones dinámicas entre países dan cierto apoyo a la visión alternativa). Por otra parte, la aplicación de técnicas clásicas como una regla común considera al impacto del riesgo para un mercado emergente, de igual manera que para todas las empresas o industrias en el país. Sin embargo, el análisis de las particularidades de cada empresa según lo que han mostrado nuestras encuestas, justifica la formulación de opiniones opuestas, ya que el efecto del Riesgo País sobre los valores corporativos indudablemente tiende a cambiar bastante, dependiendo de las características específicas de la empresa o de la industria. Todo aquello, una vez más indica la necesidad de explorar nuevas ideas que sirviesen como fundamentos para desarrollos posteriores de metodologías más adecuadas.

- La utilización de una metodología sustentada en los fundamentos de las ciencias económicas y empresariales en su sentido más amplio, así como de los requerimientos del paradigma constructivista, combinando elementos metodológicos cuantitativos y cualitativos para obtener información de fuentes primarias y secundarias, el abarcar aspectos financieros de carácter objetivos y

otros subjetivos fue decisivo. Lo anterior permitió llevar a cabo el desarrollo íntegro de la investigación, demostrar la hipótesis planteada, cumplir los objetivos propuestos y, por ende, resolver el problema científico identificado. Para ellos se propone que, para evitar encarecer tasas de descuentos, sobrevalorarlas o subestimarlas, en vez de agregar el Riesgo País, se debe considerar agregar el diferencial de inflación entre la de Estados Unidos y el Ecuador, de forma tal que los procesos de valoración de empresas, evidencien de manera fiable sus realidades concretas a través de mediciones sobre la creaciones o destrucción de valores.

- Las indagaciones hechas durante el trabajo de campo, incluyendo las encuestas y las entrevistas a expertos conocedores del área, claramente llevan a las aportaciones metodológicas sustentadas para el Método de Flujos de Caja Descontados en Ecuador. Se llega a soluciones concretas, a la vez que constituye una herramienta teórico-práctica que serviría de referencia para los empresarios ecuatorianos, profesionales de la dirección de empresas y para los interesados en conocer los principales problemas que se presentan a la hora de implantar una gestión orientada a la creación de valor y procesos de valoración empresariales.

### **3.2. Limitaciones**

Las limitaciones observadas en la presente investigación se focalizan fundamentalmente en aspectos como:

- Uno de los problemas latentes de todos los estudios basados en metodologías que incluyan encuestas es la representatividad. En nuestro caso, hemos restringido el número de encuestados. Sin embargo, esto es una limitación inevitable por “fuerza mayor”, o sea tanto por razones logísticas como por cuestiones de recursos financieros y necesidad de tiempo.

- Aunque las encuestas se hicieron bajo el compromiso previo de anonimato, no todas las empresas proporcionaron su consentimiento para facilitar la participación de sus expertos encargados del tema.

- Aunque son obvios los beneficios de realizar comparaciones, en esta investigación no se tuvo la oportunidad de cotejar estudios similares ya que, después de realizar una búsqueda prolongada y exhaustiva, se constató la inexistencia de estudios similares en Ecuador.

### **3.3. Recomendaciones y futuras investigaciones.**

De acuerdo a los resultados obtenidos en la presente investigación se proponen los aspectos siguientes a modo de recomendaciones:

- Proponer a las instituciones pertinentes que analicen la posibilidad de introducir los principales resultados teóricos y prácticos de la investigación fundamentalmente que las propuestas de aportaciones metodológicas. De forma más concreta aplicar el Método de Flujos Descontados y las variantes sobre la fórmula del CAPM consistentes en adiciones del diferencial de inflación entre el de Estados Unidos y Ecuador.

- Que el caso teórico-práctico diseñado en esta investigación sea analizado por las instituciones académicas para su posible utilización como material didáctico al ilustrar los análisis sobre la creación o destrucción de valor en las empresas, en consonancia con las características particulares de Ecuador.

- Que las instituciones académicas y de investigación y los profesionales que se dedican al estudio del tema abordado en la investigación, continúen profundizando sobre el mismo. Se trata de seguir aportando desde el punto de vista teórico - práctico, nuevos elementos que enriquezcan la realidad de los actuales procesos de valoración de empresas en Ecuador.

De acuerdo a las recomendaciones, se propone como futuros estudios los siguientes aspectos:

- Ampliar el trabajo de campo realizando encuestas ampliadas con más preguntas, y buscar mayor representatividad en las mismas.

- Pasado un tiempo determinado, realizar nuevas series de encuestas que permitan realizar un estudio longitudinal comparando las respuestas de ambas para valorar la evolución del tema desde la perspectiva de expertos y empresarios.
  
- Hacer un análisis comparado con otros países de la región y sobre todo aquellos cuya divisa sea el mismo patrón dólar de los EEUU. Se vislumbra Panamá y El Salvador.



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

## BIBLIOGRAFIA

- Abascal, E.M. (2005). *Finanzas para directivos*. McGraw-Hill Interamericana de Madrid, España.
- Acosta, A., Becker, J., Carengo, S., Estay, J., Faria, L., Lara, C., ... y Ugarteche, O. (2009). *La primera crisis global del siglo XXI Miradas y reflexiones*. CLAES, Montevideo, Uruguay.
- Aguña, D. (2009). *Marco conceptual del consejo de administración*. Recuperado de <http://ZZZ.uas.mx/cegc/consilium/doc/Marcoconceptual-del-Consejo-de-AdministracionD1009.pdf>
- Adán Manzano, G. (2018). *Análisis práctico de valoración de empresas*. Tesis Máster, Universitat de les Illes Balears. Recuperado de <http://hdl.handle.net/11201/146542>
- Akıncı, Ö. (2013). Global financial conditions, country spreads and macroeconomic fluctuations in emerging countries. *Journal of International Economics*, 91(2), 358-371.
- Aleman, F., Alvarez, C., Arasa, M., Casanovas, M., Garriga, M., Lopez, J., et al. (2011). *Guia pràctica de valoració d'empreses*. ACCID y Profit editorial, 1.ª ed, Barcelona.
- Alfaro de la Vega, G. y Céspedes Naveas, J. (2007-08). Valoración de empresas vía flujos de caja. Recuperado de <http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/134945>
- Almagro, J. J., Martínez, J. A. G., y de la Torre Prados, I. (2010). Responsabilidad social: una reflexión global sobre la RSE. *FT Prentice Hall cop. Madrid*.
- Alonso-Almeida, M.D., Rodríguez García, M.D, Alejandro, C., Aimer, K. y Abreu Quintero, J.L. (2012). *La responsabilidad social corporativa y el desempeño*



- financiero: un análisis en empresas mexicanas que cotizan en la bolsa. *Contaduría y administración*, 57(1), 53-77.
- Altamirano Villegas, A.M. (2016). *Gobierno Corporativo en las Asociaciones del Programa Hilando el Desarrollo de la Economía Social y Solidaria*. Bachelor's thesis, Universidad Técnica de Ambato. Facultad de Contabilidad y Auditoría. Carrera de Contabilidad y Auditoría. Ecuador.
- Altman, A. (1993). *Critical Legal Studies: a liberal critique*. Princeton University Press. Princeton, New Jersey.
- Alvarado-Vélez, J.A. (2014). Evolución macroeconómica del Ecuador. *Economía y Negocios*, 5(2), 5-15.
- Álvarez García, R.D., García Monsalve, K.I., y Borraez Álvarez, A.F. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre económico*, 9(18), 59-83.
- Amram, M. (2002). *Value sweep: mapping corporate growth opportunities*. Harvard Business Press, Boston.
- Anaya, H.O., y Niño, D.A.O. (2009). *Flujo de caja y proyecciones financieras con análisis de riesgo*. Books, 1. Externado. Colombia.
- Angeletos, G.M., y Panousi, V. (2011). Financial integration, entrepreneurial risk and global dynamics. *Journal of Economic Theory*, 146(3), 863-896.
- Angulo, J.A.G. (2002). Información contable, auditoría y gobernanza empresarial. *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*, 50 (2), 28-53.
- Angulo, J.A.G. (2013). Información financiera país por país: su efecto en la transparencia y la equidad. *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (103), 32-35.
- Annan, K. (1999). Two concepts of sovereignty. *Economist*, 352(8137), 49-50.

- Antolín, M.N., y Gago, R.F. (2004). Responsabilidad social corporativa: la última innovación en management. *Universia Business Review*, 1(1), 28-39.
- Anzil, F. (2011). *Riesgo país. Econlink. Argentina*. Recuperado de Econlink. com. ar: <http://www.econlink.com.ar/definicion/riesgopais.shtml>.
- Aragoneses Osorio, L. (2016). *El Gobierno corporativo: análisis histórico y comparado*. Tesis de grado, Universidad de Valladolid. Recuperado de <http://uvadoc.uva.es/handle/10324/17972>
- Arias Oliva, M. (2004). La cultura organizativa y el buen gobierno empresarial. *Harvard Deusto Business Review*, (123), 60-68.
- Arias-Bello, M.L., y Sánchez-Serna, A.D.S. (2011). Valuación de activos: una mirada desde las Normas Internacionales de Información Financiera, los estándares internacionales de valuación y el contexto actual colombiano. *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30), 95-126.
- Arrow, K.J. (1965). Aspects of the theory of risk-bearing. Yrjö Jahnssonin Säätiö. *Helsinki*.
- Arzac, E.R. (2008). *Valuation for mergers, buyouts, and restructuring*. Wiley. John Wiley & Sons, New York.
- Asenjo, M.D.P.F., y Bueno, M.Á.B. (2015). Jerarquización de competencias para favorecer la implantación de responsabilidad social corporativa. *Opción*, 31(4), 429-440.
- Asobanca. (2016). *¿Qué es el riesgo país y como lo afecta?* Recuperado de <http://www.asobancaria.com/sabermassermas/que-riesgo-pais-como-afecta/>
- Asobanca. (2017). *Evolución de la banca privada ecuatoriana*. Asociación de Bancos del Ecuador. Recuperado de

<http://www.asobanca.org.ec/sites/default/files/Evoluci%C3%B3n%20de%20la%20Banca%20-%202011-2017.pdf>

- Astudillo, R. (2019). Ecuador continúa con un PIB per cápita por debajo de la media latinoamericana. *La Hora, 9 de Agosto*, p.1
- Aven, T. (2012). The risk concept—historical and recent development trends. *Reliability Engineering & System Safety*, (99), 33-44.
- Ávila Perico, H.D., y Ortiz Villalobos, A.E. (2016). *Aproximación a la racionalidad limitada en los mercados financieros*. Tesis de grado, Universidad de La Salle. Recuperado de [https://ciencia.lasalle.edu.co/finanzas\\_comercio/153](https://ciencia.lasalle.edu.co/finanzas_comercio/153)
- Azofra, V. (2012). Pasado y presente de las finanzas corporativas. *Revista de Contabilidad y Dirección*, (15), 135-166.
- Azofra, V., y Santamaria, M. (2002). *La influencia del gobierno corporativo sobre la eficiencia de las cajas de ahorros españolas*. Workshop en Finanzas, VI Foro de Finanzas de Segovia.
- Badurdeen, F., Shuaib, M., Wijekoon, K., Brown, A., Faulkner, W., Amundson, J., ... y Boden, B. (2014). Quantitative modeling and analysis of supply chain risks using Bayesian theory. *Journal of Manufacturing Technology Management*, 25(5), 631-654.
- Banco Mundial (2019) Ecuador: panorama general. Recuperado el 8 de Abril de <https://www.bancomundial.org/es/country/ecuador/overview>
- Banerjee, S.B. (2002). Corporate environmentalism: The construct and its measurement. *Journal of Business Research*, 55(3), 177-191.
- Bayer (2017) *Science for a Better Life/ Argentina*. Recuperado de <http://www.bayer.com.ar/acerca-de-bayer/perfil-y-organizacion.html>

- Bebchuk, L.A., y Weisbach, M.S. (2010). The state of corporate governance research. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961.
- Becerra Vílchez, M. A., Jáuregui, G., y Andrés, C. (2018). *El método flujo de caja descontado incorporando variables de riesgo en la precisión del cálculo de la valorización de la Universidad Privada Antonio Guillermo Urrelo*. Tesis Doctoral. Universidad Privada Antonio Guillermo Urrelo. Cajamarca.Perú.
- Begega, S.G. (2015). La Sociedad Anónima Europea (SE). Una oportunidad perdida para la democracia industrial en Europa. *Cuadernos de relaciones laborales*, 33(1), 65-91.
- Beltrán, P. (2008). *Identificación, medición y evaluación del riesgo psicosocial en la empresa Halliburton Latin America S.A sucursal Ecuador*. Bachelor's thesis. Universidad San Francisco de Quito, colegio de Postgrados; Universidad de Huelva-España. Quito, Ecuador.
- Benavides Franco, J. (2003). *Historia del Gobierno Corporativo en el Mundo. Definición y objetivos del concepto de Gobierno Corporativo*. Libro Blanco Gobierno Corporativo, 1-10.
- Blair, M.M. (1995). Ownership and control: rethinking corporate governance for the 21st century. Brookings Institution. Washington, DC. Estados Unidos.
- Bloomberg L, P (2017). Rates y Bonds. Recuperado el 13 de noviembre, de <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>
- Bloomberg Markets (2019) *Treasury Yields* Recuperado el 27 de septiembre, de <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>
- Bodie, Z., y Merton, R. C. (1997). *The informational role of asset prices: The case of implied volatility*. Chap. 6 in *The Global Financial System: A Functional Perspective*, by D. B. Crane, K. A. Froot, Scott P. Mason, André Perold, R. C.

- Merton, Z. Bodie, E. R. Sirri, and P. Tufano, 197–224. Boston: Harvard Business School Press, 1995.
- Bohórquez Forero, N.D.P. (2015). Implementation of international standards for inventories in Colombia. *INNOVAR*, 25(57), 79-95.
- Bolsa de Valores Mexicanas (2015). *Gobierno Corporativo*. Recuperado de <http://www.bmv.com.mx/es/mi-empresa-en-bolsa/gobierno-corporativo>
- Bonache, J. (1999). El estudio de casos como estrategia de construcción teórica: características, críticas y defensas. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 3(1), 123-140.
- Bonafous-Boucher, M. (2005). *From government to governance*. In Stakeholder Theory (pp. 1-23). Palgrave Macmillan, London.
- Botto, M. (2006). Gobernancia regional: notas para un análisis sobre el MERCOSUR. *Revista Estudios Avanzados*, (18), 45-55.
- Bouchet, M.H., Villena, A.S., y Ríos, J.C.L. (2007). *El riesgo-país: un enfoque latinoamericano*. Esan Ediciones. Lima.
- Bozkurt, O., y Öz, Y. (2013). Perceptions of professionals interested in accounting and auditing about acceptance and adaptation of global financial reporting standards. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 18(34), 16-23.
- Brad, L., Dobre, F., Ciobanu, R., y Brasoveanu, I. V. (2015). *The Interaction between financial audit and Corporate Governance: Evidence from Romania*. *Procedia Economics and Finance*, 32, 27-34. Recuperado de [http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01360-X](http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01360-X)

- Bravo Orellana, S. (2004). *El costo de capital en sectores regulados y mercados emergentes: metodología y casos aplicativos. Documentos de Trabajo; 13*. Recuperado de <http://repositorio.esan.edu.pe/handle/ESAN/520>
- Bravo, B. (2015). *Plan de negocios* (Doctoral dissertation, Universidad Nacional de Cuyo). Argentina.
- Bravo, S. (2008). *Teoría Financiera y Costo de Capital*. Universidad ESAN, Lima.
- Brealey, R.A.; Myers, S.C. (1993): *Fundamentos de Financiación Empresarial*. Editorial McGraw-Hill, Madrid.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., y Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*. Tata McGraw-Hill Education. Nueva York.
- Bremes E. Y Harr J. (2016), *El futuro del emprendimiento en Latinoamérica*. 2ª ed., Cengage Learning, México.
- Brigham, E., y Houston, J. (2006). F. 2006. *Manajemen Keuangan. Edisi Kedelapan*. Jakarta: Erlangga. Bali.
- Bruner, R. F. (2004). *Applied mergers and acquisitions* (Vol. 173). John Wiley y Sons. Hoboken, New Jersey.
- Bruner, R.F., Eades, K.M., Harris, R.S. y Higgins, R.C. (1998). Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis. *Financial practice and education*, 8(1), 13-28.
- Buján Pérez, A. (2015). *Enciclopedia Financiera*. Recuperado de <http://www.encyclopediainanciera.com/organizaciondeempresas/culturaorganizacional.htm>.
- Burgos Toaza, E.P y Sánchez Villón, J.L. (2015). *Evolución de la inversión extranjera directa en el Ecuador en comparación con otros países*

- seleccionados en Latinoamérica, periodo 2002-2013*. (Doctoral dissertation. Universidad Católica de Santiago de Guayaquil). Guayaquil. Ecuador.
- Burgos, J.E.B., y Bonisoli, L. (2016). La Investigación contable un aporte predictivo para las finanzas empresariales: Competencias y razonabilidad para su tratamiento. *Revista Caribeña de Ciencias Sociales*, (2016-06).
- Caballer M.V. (1998). *Métodos de valoración de empresas*. Pirámides. Madrid.
- Cadbury, A. (2003). *Foreword in corporate governance and development*. In Paris: Global Corporate Governance Forum.
- Cadre, H.C., y Aedo, R.R.F. (2017). Sistemas de información empresarial. Evolución histórica y actualidad. *Universidad y Ciencia*, 7(1), 87-102.
- Calleja, J.L. (2008). *Conceptos de amortización. Elementos de inmovilizado*. IE Business School. Madrid.
- Canals, J. (2004). Pautas de buen gobierno en los consejos de administración. *Universia Business Review*, 1(1), 18-27.
- Cañibano, L. (2018). Accounting and intangibles. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 21(1), 1-6.
- Cardona Ramírez, X. A., y Tezna Bermúdez, M. Á. (2015). *Manual de valoración de empresas*. Recuperado de [https://repository.icesi.edu.co/biblioteca\\_digital/handle/10906/79191](https://repository.icesi.edu.co/biblioteca_digital/handle/10906/79191)
- Caria, S., y Domínguez Martín, R. (2015). *Estructura productiva primario-exportadora y Buen Vivir en Ecuador, 2009-2014*. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10902/9782>
- Carrasco Gallego, A., y Laffarga Briones, J. (2007). La diversidad en el código de buen gobierno. *Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino al futuro*. Universidad de la Rioja. 3349-3365. Logroño.

- Carreño Tibaduiza, M.L., Cardona Arboleda, O.D., y Barbat, H.A. (2004). *Metodología para la evaluación del desempeño de la gestión del riesgo*. Centro Internacional de Métodos Numéricos en Ingeniería (CIMNE). Barcelona.
- Carrière-Swallow, Y. y Céspedes, L.F. (2013). The impact of uncertainty shocks in emerging economies. *Journal of International Economics*, 90(2), 316-325.
- Carrión, G.A.C. (2006). La calidad en los métodos de investigación cualitativa: principios de aplicación práctica para estudios de casos. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, (29), 57-82.
- Carroll, A.B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business and Society*, 38(3), 268-295.
- Caruajulca-Sánchez, M.E. (2016). El proceso de valorización de empresas. *Ingeniería Industrial*, (27), 169-181.
- Carvajal, S. G., Casallas, R. D., y Barrantes, H. A. (2017). Una propuesta empírica de Creación de Cuadro de Mando para Pymes desde una interpretación estratégica de las Normas Internacionales de Información Financiera-NIIF. *Cooperativismo y Desarrollo*, 25(110), 108-132.
- Casanovas, M., Santandreu, P. y Alemany, F. (2010). *Guía práctica para la valoración de empresas*. Profit Editorial. Barcelona.
- Castaño, C. (2008). *Valoración de pequeñas empresas: Una aplicación a la Marca Denominación de origen Dehesa de Extremadura*. Extremadura: Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED.
- Castejón, P.J.M., y López, B.A. (2016). Corporate social responsibility in family SMEs: A comparative study. *European Journal of Family Business*, 6(1), 21-31.



- Castro, M.S., Brown, C.J., y Báez-Díaz, A. (2009). Prácticas de gobierno corporativo en América Latina. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, (43), 26-40.
- Castro, R.M., y Cano, M.A. (2016). Buen gobierno corporativo, solución a la crisis de confianza: cambios en la contabilidad y la auditoría, aporte de los estándares internacionales, apuntes de la comparación de los casos Parmalat-Enron. *Contaduría Universidad de Antioquia*, (44), 17-51. Colombia.
- CBRE Spain (2016). *Responsabilidad Social Corporativa*. Recuperado de [http://www.cbre.es/es\\_es/about\\_cbre/Corporate\\_Responsability](http://www.cbre.es/es_es/about_cbre/Corporate_Responsability)
- CEPAL, N. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2016: La Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible y los desafíos del financiamiento para el desarrollo*. CEPAL.
- Chain, N.S. (2007). *Proyectos de inversión: formulación y evaluación*. Pearson Educación. México.
- Chalén, S., Del Carmen, E., y Mancero Aguas, A.J. (2016). *Impacto en el Desarrollo de la Industria Inmobiliaria de Guayaquil a través de la captación de fondos de acuerdo a las regulaciones del Consejo Nacional de Valores*. Master's thesis, Escuela Superior Politécnica del Litoral, ESPOL. Guayaquil.
- Chaves Ávila, R., y Soler, F. (2004). *El gobierno de las cooperativas de crédito en España*. CIRIEC. Valencia.
- Chávez Orellana, C. G. (2016). *Fundamentos que determinan la calificación del riesgo país en el Ecuador Periodo 2000-2014*. Bachelor's thesis, Universidad del Azuay. Ecuador.

- Chen, S., y Dodd, J. L. (1997). Economic value added (EVA (TM)): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318.
- Chiang, A.C. (1984). *Fundamental methods of mathematical economics*. CIMMYT. México.
- Chiguano, R. y Vanessa, E. (2016). *Ecuador: el sistema bancario como factor dinamizador de la economía. Período 2006-2014*. Doctoral dissertation, Pontificia Universidad Católica del Ecuador, PUCE. Quito.
- Chinchilla, N.I. y Cruz, H.I. (2016). Diversidad y paradigmas de empresa: un nuevo enfoque. *Revista Empresa y Humanismo*, 14(1), 47-79.
- Ching, C. y Benicio, E. (2011). *Evolución del mercado financiero ecuatoriano a diez años del feriado bancario 2009-2010* (Bachelor's thesis, Universidad de Guayaquil Facultad de Ciencias Económica). Guayaquil.
- Chiriboga Rosales, L.A. (2010). *Sistema financiero*. Publigráficas JOKAMA. Quito.
- Cho Tana, B.D. (2015). *Análisis del programa del buen gobierno corporativo sobre la importancia y aplicación del directorio en empresas familiares ecuatorianas del sector agrícola, manufacturero y comercial* (Bachelor's thesis, Pontificia Universidad Católica del Ecuador, PUCE). Quito
- Chu Rubio, Manuel. (2004). *Fundamentos de Finanzas: un enfoque peruano Tercera Edición*, Financial Advisory Partners, séptima edición. Lima, Perú.
- Chu Rubio, M. (2019). *Finanzas Aplicadas. Teoría y Práctica*. 4ª ed. Ediciones De la U, Lima, Perú.
- Chu Rubio, M., y Aguero Olivos, C. (2015). *Matemática para las decisiones financieras* [Capítulo 1]. Recuperado de <https://repositorioacademico.upc.edu.pe/handle/10757/338615>

- Cochran, W. G. (1977). *Sampling Techniques: 3d Ed.* Wiley. New York.
- Coles, J.L., Lemmon, M.L., y Meschke, J.F. (2012). Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 149-168.
- Colina, M.A.V. (2010). *Finanzas Corporativas*. Recuperado de [https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/37457437/Finanzas\\_Corporativas.pdf?response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DCUENTAS\\_POR\\_COBRAR\\_COMERCIALES\\_INVENTARI.pdf&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A%2F20191206%2Fus-east-1%2Fs3%2Faws4\\_request&X-Amz-Date=20191206T160505Z&X-Amz-Expires=3600&X-Amz-SignedHeaders=host&X-Amz-Signature=e90e370679fabb9f533625308986a93c737588e8def1d714f8a0cb02c4e2a4ec](https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/37457437/Finanzas_Corporativas.pdf?response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DCUENTAS_POR_COBRAR_COMERCIALES_INVENTARI.pdf&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A%2F20191206%2Fus-east-1%2Fs3%2Faws4_request&X-Amz-Date=20191206T160505Z&X-Amz-Expires=3600&X-Amz-SignedHeaders=host&X-Amz-Signature=e90e370679fabb9f533625308986a93c737588e8def1d714f8a0cb02c4e2a4ec)
- Collins, D. y Abrahamson, M. (2006). Measuring the cost of equity in African financial markets. *Emerging Markets Review*, 7(1), 67-81.
- Conesa, I.M., y Meca, E.G. (2005). *Valoración de empresas cotizadas*. AECA, España.
- Contreras Bermeo, T.E., y Pintado Bermeo, E.C. (2015). *Los indicadores de responsabilidad social empresarial más practicados por las empresas ecuatorianas, estudios de caso: Corporación Favorita, Pronaca, Banco Pichincha, Holcim, Coca Cola, Continental Tire, Graiman y Etapa EP, desde el año 2010 al 2013*. Bachelor's thesis, Universidad De Cuenca. Ecuador.

- Contreras, F.A.G., y Garnica, J.R.V. (2008). El gobierno corporativo: consideraciones y cimientos teóricos. *Cuadernos de administración*, 21(35), 93-126.
- Copeland Thomas, E., Koller, T. y Murrin, J. (1990): *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Editorial John Wiley y Sons, Nueva York.
- Copeland, T.E., Murrin, J. y Koller, T. (2003). *Valoración: medición y gestión del valor*. Ediciones Deusto. Bilbao.
- Copeland, T.E., Weston J.F. y K. Shastri. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*, 4ªed. Pearson Addison-Wesley.
- Cordera, R. (2016). *Más allá de la crisis: El reclamo del desarrollo*. Fondo de Cultura Económica. PUEB UNAM, México.
- Correa García, J.A., Arango Serna, M.D., y Castaño Ríos, C.E. (2011). Metodologías de valoración de activos tecnológicos. Una revisión. *Pensamiento y Gestión*, (31), 83-108.
- Crespí i Cladera, R., García-Cestona, M.A., y Salas Fumas, V. (2002). *Governance mechanisms in Spanish financial intermediaries*. (No. 0209). Departament Empresa, Universitat Autònoma de Barcelona. España.
- Cruz Espinoza, F.M., Suárez, R., y Arquímedes, M. (2013). *Artículo Científico-La Valoración de Empresas aplicada a Negocios en Marcha*. Recuperado de <http://repositorio.espe.edu.ec/jspui/bitstream/21000/7437/1/AC-PDE-ESPE-047373.pdf>
- Cruz, R., y Yancey, I. (2014). *Modelo de valoración de la empresa Centro de Diálisis Contigo SA DIALICON a través del método de flujos de caja descontados*. Bachelor's thesis, Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE. Ecuador.

- Cuadra, G., Sanchez, J.M., y Sapriza, H. (2010). Fiscal policy and default risk in emerging markets. *Review of Economic Dynamics*, 13(2), 452-469.
- Cuadrado Silva, A. E. (2016). *Las finanzas corporativas, aplicadas a la correcta administración de empresas*. Master's thesis. Universidad Del Pacífico. Quito.
- Cué Vega, A.F. (2000). *Diccionario de finanzas empresariales: español-inglés*. Granica, México.
- Cuenca, H.C., Gutiérrez, A., y Universitarios, C.T. (2007). *Gestión empresarial del sector solidario. Autonomía, autocontrol y autogobierno, Gobierno Corporativo (Incluye CD)*. Ecoe Ediciones. Colombia.
- Damodaran, A. (2002). *Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário*. Bookman. Porto Alegre. Brasil.
- Damodaran, A. (2003). *Measuring company exposure to country risk: theory and practice*. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=889388](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=889388)
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*, John Wiley y Sons. New York.
- Damodaran, A. (2009). *Finanças corporativas: teoria e prática*. Bookman. Porto Alegre. Brasil.
- Damodaran, A. (2016). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance* (Vol. 324). John Wiley y Sons. New York. Estados Unidos.
- De Bancos, F. L. (2007). *Prácticas de Buen Gobierno Corporativo en el sector financiero latinoamericano*. Felaban. Bogotá D.C., Colombia.
- De Caja, D.A. (2010). *Propuesta Metodológica de Valoración de Empresas aplicada a grandes empresas en el Ecuador, adaptación de los Modelos Z*. Recuperado de <http://dspace.uazuay.edu.ec/handle/datos/3059>

- De Franco, G., Hope, O.K., y Larocque, S. (2015). Analysts' choice of peer companies. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 82-109.
- Debreu, G. (1959). *Theory of value Cowles Foundation Monograph vol 17*. John Wiley y Sons Inc New York. USA.
- Debreu, G. (1987). *Theory of value: An axiomatic analysis of economic equilibrium* (No. 17). Yale University Press. New Haven, Estados Unidos.
- De la Fuente, L., y de la Vega, G. (2002). *El gobierno corporativo está de moda*. Recuperado de [http://www.riesgoycontrol.Net/archivo/el\\_gobierno\\_corporativo\\_esta\\_de\\_moda.php](http://www.riesgoycontrol.Net/archivo/el_gobierno_corporativo_esta_de_moda.php) en febrero 2004.
- De España, B. (2008). Circular 4/2004 de 22 de diciembre, a Entidades de Crédito, sobre Normas de información financiera pública y reservada, y modelo de estados financieros. *Perspectivas del Sistema Financiero*, (92), 93-122.
- Del Pichincha, B (2018). *Informe Anual y Memoria de Sostenibilidad*. Recuperado de <https://www.pichincha.com/portal/Portals/0/Transparencia/Memoria%20Sostenibilidad%202018.pdf?ver=2019-03-08-131911-743>
- Del Brío, E., y Vallelado, E. (2015). Evolución de la investigación en mercados e instituciones financieros. *ACEDE*, (25), 163-197.
- Del Ecuador, A.D. (2015). *Evolución de la Banca Privada Ecuatoriana*. Boletín Informativo de la Asociación de Bancos Privados.
- DESCAMEX-México (2017). Recuperado de <http://www.descamex.com.mx/indexi.html>
- Dewing, A. S. (1920). *The financial policy of corporations* (Vol. 1). Ronald Press. New York. Estados Unidos.

- Diario EL COMERCIO (2016). Recuperado de <http://www.elcomercio.com/actualidad/bancomundial-economia-ecuador-petroleo-terremoto.html>. ElComercio.com
- Díaz Ortega, E. (2010). *Gobierno corporativo: lo que todo empresario debe saber*. Caracas: CAF. Recuperado de <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/842>
- Díaz, E. (2003). *Plantean incorporar prácticas de gobierno corporativo en proyectos que buscan dinamizar mercado de valores*. Recuperado de <http://www.cpnradio.com>.
- Díez de Castro, L. T., Calzada, J., de Castro, B. L., y Pascual, J. L. (2001). *Dirección financiera: Planificación, gestión y control*. Madrid: Financial Times Prentice Hall.
- Díez Torca, I. (2010). *Cómo entender las finanzas de hoy*. Barcelona: Antoni Bosch SA.
- Dorsey, P. (2003). *The Five Rules for Successful Stock Investing: Morningstar's Guide to building wealth and winning in the market*. John Wiley & Sons. New York. Estados Unidos.
- Douglas, R. E., Finnerty, J. D., y Stowe, J. D. (1997). *Corporate Financial Management*. International Edition. Prentice Hall. New Jersey.
- Doumpos, M., y Zopounidis, C. (2014). *Multicriteria Analysis in Finance*. Springer. New York.
- Du Plessis, J. J., Hargovan, A., y Harris, J. (2018). *Principles of contemporary corporate governance*. Cambridge University Press. UK.
- Dumrauf, G. (2010). *Finanzas corporativas: Un enfoque latinoamericano*. 2a ed., Alfaomega. México.

- Durán Preciado, C.F. (2013). *Principios de gobierno corporativo de la organización para la cooperación y el desarrollo económico en carteras colectivas y fondos de capital privado*. Bachelor's thesis, Pontificia Universidad Javeriana. Colombia.
- Eccles, R.G., Ioannou, I. y Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- Echeverri, D.C., Riaño, S.G., y Ceballos, H.V. (2017). Variables macroeconómicas y microeconómicas que influyen en la estimación del costo de capital: un estudio de caso. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 25(1), 105-116.
- Economía, A. (2016). Ranking MBA 2015-América Economía. Available on line: <http://rankings.americaeconomia.com/mba2015/AD-minister>, (28), 33-47.
- Eddy, E. A. C. M. (2016). *Impacto económico del turismo en la economía del Ecuador*. Anais Brasileiros de Estudos Turísticos. *ABET*, 6(2), 69-81.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., y Moffett, M. H. (2007). *Multinational business finance*. Old Tappan. Nueva Jersey.
- El Comercio, D. (2016). *Bolsa de Valores de Lima: La BVL crece, pero ¿cómo le va en gobierno corporativo?* Recuperado de <http://elcomercio.pe/economia/mercados/bolsa-bvl-crece-como-le-va-gobierno-corporativo-noticia-1922710>
- El Correo del Sol (2017). *Ecover, fabricante pionero de detergentes ecológicos*. Recuperado de



<http://www.elcorreodelsol.com/articulo/ecoverfabricantepionero-de-detergentes-ecologicos>

El Profesor Azul (2008). *Riesgo País, Tasa de Descuento y Flujo de Caja. Riesgo país.*

El Profesor Azul - Blog de ESPOL. Recuperado de

<http://blog.espol.edu.ec/elprofesorazul/tag/riesgo-pais/>

Elizondo, A., y Altman, E. I. (2003). *Medición integral del riesgo de crédito.* Editorial Limusa. Aguascalientes. México.

Emery, D.R., y Finnerty, J.D. (2000). *Administración financiera corporativa.* Pearson Educación. México.

Erazo Blum, J.C. (2004). *Riesgo País Ecuador: principales determinantes y su incidencia.* Doctoral dissertation, Escuela superior Politécnica del Litoral, ESPOL. Guayaquil, Ecuador.

EUROPEA, C. (2004). *Responsabilidad empresarial: Recopilación de casos de buenas prácticas entre pequeñas y medianas empresas de Europa.* Recuperado de [http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/support\\_measures/responsible\\_entrepreneurship/index.htm](http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/support_measures/responsible_entrepreneurship/index.htm).

eValora Financial Advisory (2018). *Manual de Valoración de Empresas.* Recuperado de <https://evalora.com/wp-content/uploads/2018/06/eValora-Manual-de-Valoracion.pdf>

Falco, J.G. y Carvajal, S.G. (2016). Contexto de Aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera. *Revista Academia y Virtualidad*, 9(2), 73-89.

- Fama, E.F. (1976). *Foundations of finance: portfolio decisions and securities prices*. Basic Books (AZ). New York, Estados Unidos.
- Faus, J. (2014). Finanzas operativas. *IEEM Revista de Negocios*, 17(3), 40-44.
- Faus, J., y Tàpies, J. (1996). *Finanzas operativas: la gestión financiera de las operaciones del día a día*. IESE, Universidad de Navarra. Barcelona.
- Fernández, P. (2016). *La inflación disminuye el Valor de la Empresa*. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1125625](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1125625)
- Fernández León, Á.M., De Guevara Cortés, R.L. y Marina, R. (2017). Las finanzas conductuales en la toma de decisiones. *Fides et Ratio-Revista de Difusión cultural y científica de la Universidad La Salle en Bolivia*, 13(13), 127-144.
- Fernández Martínez, A. (2016). *Responsabilidad Social Corporativa: El Caso Volkswagen*. Master's thesis. Universidad de Oviedo. Asturias.
- Fernández, P. (1998). EVA, beneficio económico y creación de valor. *Boletín de la Bolsa de Madrid*, (70), 20-23.
- Fernández, P. (1999). PER, crecimiento y rentabilidad de una empresa. *Boletín de la Bolsa de Madrid*, (80), 36-41.
- Fernández, P. (2000). *Creación de valor para los accionistas* (No. 658.15/F36c). Gestión 2000. Barcelona. España.
- Fernández, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. Academic Press. Massachusetts, Estados Unidos.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance. 48. IESE Business School. Madrid.
- Fernández, P. (2009). Prima de Riesgo del Mercado: Histórica, Esperada, Exigida e Implícita. *Universia Business Review*, 1(21), 56-65.

- Fernández, P. (2013). *Índice Libro Valoración de Empresas y Sensatez (Company Valuation and Common Sense)*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2202141>
- Fernández, P. (2014). *Valoración de empresas y sensatez* (4ª ed.). Barcelona.
- Fernández, P. (2016a). *170 Errores en Valoraciones de Empresas (170 Errors in Company Valuations)*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=962921>
- Fernández, P. (2016b). *Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías (Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 7 Theories)*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1266623>
- Fernández, P. (2017). *207 Errores en Valoraciones de Empresas (207 Errors in Company Valuations)*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2926089>
- Ferrer, G.G. (2016). *Investigación comercial 4ª ed.* Esic Editorial. Barcelona, España.
- Person, W.E., y Locke, D.H. (1998). Estimating the cost of capital through time: an analysis of the sources of error. *Management Science*, 44(4), 485-500.
- Ficha País (2017) *Oficina de Información Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación de Ecuador*. Recuperado de [http://www.exteriores.gob.es/Documents/FichasPais/ECUADOR\\_FICHA%20PAIS.pdf](http://www.exteriores.gob.es/Documents/FichasPais/ECUADOR_FICHA%20PAIS.pdf)
- Figueroa, O.A. (2014). La competitividad en las actuales condiciones de la economía internacional. *Economía y Desarrollo*, 151(1), 56-70.
- Filo Diretto (2017). *Filo diretto Assicurazioni online*. Recuperado de <https://www.filodiretto.it/>
- Fitch Rating (2017). *México*: Recuperado de <http://www.fitchratings.mx/Links/busquedas/default.aspx>

- Flannery, M.J. y Hankins, K.W. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 19(C), 1-19.
- Fleitman, J. (2015). Plan de negocios y planeación estratégica empresarial en el siglo XXI. Recuperado de <https://ciemsa.mx/assets/cómo-elaborar-un-plan-de-negocios.pdf>
- Florez Ríos, L.S. (2005). Propuesta de línea de investigación en Finanzas Empresariales. *Graffías disciplinares de la Universidad Católica Popular de Risaralda*, (2), 154-187.
- Florián, H.K. y Prieto, M. D. (2015). El gobierno corporativo como pilar fundamental para la sostenibilidad de la economía. *Gestión y Desarrollo*, 10(1), 195-205.
- Fornero, R. (2002). *Valuación de empresas en mercados financieros emergentes: riesgo del negocio y tasa de actualización*. Recuperado de <https://es.scribd.com/document/352088808/Fornero-R-Finanzas-de-Empresas-en-Mercados-Emergentes>
- Forsyth Alarco, J. A. (2004). Finanzas empresariales: rentabilidad y valor. Lima: Asociación gráfica educativa. Perú.
- Fourcade, M., Ollion, E., y Algan, Y. (2015). The superiority of economists. *Revista de Economía Institucional*, 17(33), 13-43.
- Fraile, G., Preve, L.S y Sarria V. (2012). Finanzas para la pequeña y mediana empresa: una visión práctica del mundo de las finanzas. Buenos Aires: Temas Grupo Editorial, 2012. Argentina.
- Fraile, G., Preve, L., y Allende, V. S. (2013). *Las finanzas en la empresa*. Colección IAE Press-2013.

- Fred, W. J., y Thomas, C. (1996). *Manual de Administración Financiera*. Editorial Mc Graw Hill, Colombia.
- Freeman, R.E., y Reed, D.L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106.
- Frenkel, R. (2010). *El riesgo país en la zona del Euro y en las economías de mercado emergente. Iniciativa para la Transparencia Financiera*. Recuperado de <http://www.itf.org.ar/ingles/pdf/lecturas/lectura53.pdf>
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom: With the assistance of Rose D. Friedman*. University of Chicago Press. Chicago. Estados Unidos.
- Fuentes, M.D., y Pozo, E.C. (2016). *Fundamentos de Dirección y Administración de Empresas*. Ediciones Pirámide. Madrid. España.
- Fuenzalida, D., Mongrut, S., y Nash, M. (2005). Riesgo país y riesgo soberano: Concepto y medición. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 4(4), 347-367.
- Gaitán, R.E. y Niebel, B.W. (2015). *Administración de riesgos ERM y la auditoría interna*. Ecoe Ediciones. Bogotá. Colombia.
- Gaitán, S. (2010). *Gobierno corporativo en Colombia tendencias actuales*. Recuperado de <http://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/gyd10-cap11.pdf>
- Galindo Lucas, A (2001): *Valoración de empresas en la nueva economía. Contribuciones a la economía de La Economía de Mercado, virtudes e inconvenientes*. Recuperado de <http://www.eumed.net/coursecon/colaboraciones/index.htm>
- Galindo Lucas, A., y Lucas, A.G. (2005). *Fundamentos de valoración de empresas*. Recuperado de <http://www.eumed.net/libros-gratis/2005/agl/agl.pdf>

- Garcés, D.M.M. (2016). Auditoría Financiera en el contexto investigativo. *Revista Publicando*, 3(7), 544-552.
- García Fierro, F.O. (1990). *Aspectos generales de la valoración de empresas en Colombia. Ponente primer encuentro nacional de investigadores en finanzas y contabilidad*. U. Del Valle. Colombia.
- García González, A.A. y López, G. (2017). *Análisis de la interrelación entre el apalancamiento operativo y financiero explicado a través de la Teoría Trade-Off para empresas del sector real en Colombia, que no cotizan en Bolsa entre los años 2005 al 2015*. Master's thesis, Universidad EAFIT. Escuela de Administración, Finanzas e Instituto Tecnológico. Colombia.
- García Ribadeneira, M. I. (2013). *Caso práctico de la implementación de la metodología de evaluación de riesgos corporativos en una planta de cerámica sanitaria en Ecuador*. Doctoral dissertation, Universidad Internacional SEK. Quito. Ecuador.
- García Suárez. A. (2006). *La gestión de riesgos financieros en las empresas. Un estudio teórico*. Recuperado de <http://www.gestiopolis.com/la-gestion-de-riesgos-financieros-en-las-empresas-un-estudio-teorico/>
- García, C.E., López, G.M., y Bedoya, J. (2014). *Valoración de la empresa AGAVAL SA para llevar a cabo el proceso de compra*. Bachelor's thesis, Universidad de Medellín. Colombia.
- García, M., y Verenize, C. (2015). *El buen gobierno corporativo y su incidencia en el cumplimiento de objetivos y nivel de desempeño de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito*. Recuperado de <http://dspace.unitru.edu.pe/handle/UNITRU/920>

- García, R.D., y Álvarez, A.F. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre económico*, 9(18), 59-83.
- García, S., y Vicéns, J. (2000). *Especificación y estimación de un modelo de riesgo país*. Departamento de Economía Aplicada, Universidad Autónoma de Madrid. Recuperado de <https://www.uam.es/UAMdocumento.garcia.pdf>
- García, T., Galo, H., Villafuerte, O., y Marcelo, F. (2015). Las restricciones al financiamiento de las PYMES del Ecuador y su incidencia en la política de inversiones. *Actualidad Contable FACES*, 18(30), 49-73.
- García-Sánchez, J., Preve, L. y Sarria-Allende, V. (2010), Valuation in Emerging Markets: A Simulation Approach. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2), 100–108.
- Garicano-Rojas, T., y Hafner, P. (2016) *Recomendaciones de buen gobierno corporativo para empresas no cotizada*. Centro de Buen Gobierno, Madrid.
- Garriga, E., y Melé, D. (2004). Corporate social responsibility theories: Mapping the territory. *Journal of Business Ethics*, 53(1-2), 51-71.
- Gascó, C., Segurado, J. L., y Quintana, J. (2005). *Buen gobierno en la empresa familiar*. Recuperado de [https://www.ehu.es/documents/2819611/0/GUIA\\_GOB\\_EF\\_IEF.pdf/4e8bfdc0438a-47e1-8e8c-85dcc2630a60](https://www.ehu.es/documents/2819611/0/GUIA_GOB_EF_IEF.pdf/4e8bfdc0438a-47e1-8e8c-85dcc2630a60)
- Gerstenberg, C.W. (1959). *Financial organization and management of business*. Prentice-Hall. Nueva Jersey. Estados Unidos.
- Gil Fuenmayor, J.B., Suarez, I.C. y Pérez, D.I. (2012). Relación de causalidad entre los mercados emergentes y los índices bursátiles. *CICAG*, 10(1), 148-159.

- Giraldo Cardona, J. C. (2015). *Valoración de empresa Haceb Whirpool Industrial SAS*. Master's thesis, Universidad EAFIT Escuela de Administración, Finanzas e Instituto Tecnológico. Colombia.
- Gitman, L. (2007). *Principios de administración financiera*. Decimoprimer edición. Editorial Pearson Educación. México.
- Giuliana, C., y García, E. (2005). *El ABC de la Responsabilidad Social Empresarial en el Perú y en el Mundo*. Perú2021, Perú.
- Gnecco, M. L. (2011). *Incidencia del riesgo país en la determinación de la tasa de corte para la evaluación de proyectos de inversión*. Recuperado de <https://econpapers.repec.org/paper/nmpnuland/2203.htm>
- Goedhart, M., Koller, T. y Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. JohnWiley & Sons. New York. Estados Unidos.
- Gómez Montejó Luis Gustavo (2014). *Enfoque de riesgo país. Ensayo*. Recuperado de <http://www.gestiopolis.com/enfoque-de-riesgo-pais-ensayo/>
- Gómez-Bezares, F. (2005). Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, (24), 105-120.
- Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W., y Przychodzen, J. (2016). *Corporate sustainability and shareholder wealth—Evidence from British companies and lessons from the crisis*. *Sustainability*, 8(3), 1-22.
- González Astudillo, M., Lindao Jurado, K.E., y Erazo Blum, J.C. (2009). *Riesgo país Ecuador: principales determinantes y su incidencia*. Recuperado de <https://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/652/1/1211.pdf>
- González, L. H. U. (2004). Corporate governance Evolución y reto frente al riesgo operativo en el nuevo acuerdo de Basilea. *Universitas*, 53(107), 137-177.



- González Castillo, K.Y., Lalangui, J., y Estefania, M. (2017). *Análisis y Determinación de la Metodología Óptima Para la Valoración de Empresas Tecnológicas en el Ecuador*. Master's thesis, Escuela superior Politécnica del Litoral, ESPOL. Guayaquil, Ecuador.
- González Ortiz, M. A. (2014). *Valoración financiera de la empresa Directmarket Cía. Ltda. Mediante el método de flujos descontados*. Doctoral dissertation, Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE. Ecuador.
- González Paredes, M. (2015) *Modelo de Valoración de Nuevas Empresas*. Master's thesis. Recuperado de <http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/134455/Modelo%20de%20valoraci%C3%B3n%20de%20nuevas%20empresas.pdf?sequence=1>
- Gorfinkiel, D., y Lapitz, R. (2003). *Globalización y evaluación del riesgo país: metodologías y situación en América Latina*. Documentos de discusión global, [www.globalizacion.org](http://www.globalizacion.org), 1-12.
- Górriz, C.G. (2002). Propiedad y gobierno: la empresa familiar. *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*, 50(2), 158-181.
- Goya, J.B. (1996). El gobierno de las empresas: características del debate actual. *Situación: Revista de Coyuntura Económica*, (3), 69-118.
- Graham, J.R., y Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.
- Granda, C., Feijoó, E., y Rivadeneira, A. (2015). *Reporte de Economía Laboral– Marzo 2016*. Recuperado de [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/05/Informe\\_Economia\\_Laboral-Mar17.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/05/Informe_Economia_Laboral-Mar17.pdf)

- Gras-Gil, E., Marín-Hernández, S., y de Lema, D.G. (2015). Auditoría interna y deficiencias de la información financiera en el sector bancario español. *Revista de Contabilidad*, 18(2), 174-181.
- Groppelli, A.A. y Nikbakht, Ehsan. (1990). *Finance. Barron's*. Nueva York.
- Gualán, G., y Liliana, B. (2016). *Evaluación Financiera del Sistema Cooperativo de Ahorro y Crédito Registrado en la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador, periodo 2001-2014 y su sostenibilidad en el tiempo*. Bachelor's thesis, Universidad Nacional de Loja. Ecuador.
- Guijarro Tarradellas, E., Babiloni Griñón, M. E., Canós Darós, L., y Santandreu Mascarell, C. (2017). *Métodos tradicionales de valoración de empresas*. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10251/83001>
- Guillermo L., Dumrauf, A. (2006). *Finanzas Corporativas*. Alfaomega. México.
- Guillermo, J.J. (2009). *El gasto del sector público y su impacto en el sistema financiero*. Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador. Dirección Nacional de Estudios. Quito, Ecuador.
- Gutiérrez, P. y Rocío, A. (2012). *Pronóstico de la inflación ecuatoriana mediante Vectores Autorregresivos Estructurales*. Bachelor's thesis, Escuela Politécnica Nacional, Quito. Ecuador.
- Guo, X. (2013). Living in a global world: Influence of consumer global orientation on attitudes toward global brands from developed versus emerging countries. *Journal of International Marketing*, 21(1), 1-22.
- Hafner, P. (2015) *Iniciativas públicas y privadas de códigos de buen gobierno para empresas no cotizadas en Europa*. Centro de Buen Gobierno IE/GT, Iberdrola, IE, Mutua Madrileña y PwC, Madrid.

- Henao, G.J., González, M. R, y Moreno, J.C. (2017). Evolución de la cultura de la gestión de riesgos en el entorno empresarial colombiano: revisión y diagnóstico. *Journal of Engineering and Technology*, 6(1), 22-45.
- Hernández, J, L. (2005). *Análisis Financiero. Perú*. Recuperado de [www.gestiopolis.com/canales5/fin/anfinancier.htm](http://www.gestiopolis.com/canales5/fin/anfinancier.htm).
- Higgins, R.C.R. (2010). *Análisis para la dirección financiera*. McGraw-Hill Interamericana de España S.L. Madrid. España.
- Hirshleifer, J. (1958). On the theory of optimal investment decision. *Journal of political economy*, 66(4), 329-352.
- Homepolishcosmetics (2017). Recuperado de <http://www.polishcosmetics.pl/en/index.php/cosmetics-producers?pid=2&sid=127:Dr-Irena-Eris-Cosmetic-Laboratories>
- Hopt, K.J. (2015). Gobierno corporativo: un debate nacional e internacional. *Ius et Veritas*, 22(45), 96-119.
- Horngren, C. T. (1980). *Contabilidad de costos: un enfoque de gerencia*. PEARSON. Madrid. España.
- Houtart, F. (2015). El Ecuador de 2015: el agotamiento de un modelo en un contexto de crisis mundial. *Contrapunto*, (7), 59-72.
- Howell, L. D. (2011). *International country risk guide methodology*. East Syracuse. PRS Group, New York.
- i Direcció, A. C. (2009). *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Profit. Barcelona, España.
- IEGC. (2015). *Antecedentes*. Recuperado de [http://www.iegcecuador.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=77&Itemid=147](http://www.iegcecuador.org/index.php?option=com_content&view=article&id=77&Itemid=147)

- INEC (2019). *Empleo, Subempleo y desempleo*. Recuperado de <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-junio-2019/>
- Informe Anual del FMI (2019). Recuperado de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2019/eng/assets/pdf/imf-annual-report-2019-es.pdf>
- Iranzo, S. (2008). *Introducción al riesgo-país*. Banco de España. Madrid.
- Jaramillo Betancur, F. (2010). *Valoración de empresas*. Bogotá: ECOE, 411.
- Jiménez, O.G. (2015). Fórmula Du Pont y su rentabilidad, vista desde un enfoque administrativo. *Revista Universitaria Ruta*, 17(1), 45-62.
- Jiménez, P.G. (2013). La valoración de empresas: el método de descuentos de Flujo de Caja Libre (DCF) y su aplicación práctica. *Cont4bl3*, (48), 18-24.
- Johnston, D.J. (2004). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE*. Recuperado de: <http://www.oecd.org>, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>.
- Juárez Ramírez, E. (2016). *La valorización empresarial y sus efectos en la cotización de las mineras junior en la Bolsa de Valores de Lima el año 2014-2016*. Recuperado de <http://www.repositorioacademico.usmp.edu.pe/handle/usmp/2461>
- Jurado Rodríguez, E.M., y Pineda Alvear, M.A. (2016). *Ajuste de los modelos de valoración de empresas para su aplicación a las Pequeñas y Medianas Empresas en el Ecuador*. Master's thesis, Escuela superior Politécnica del Litoral, ESPOL. Guayaquil, Ecuador.
- Kafka y Folke (1997) *Teoría Económica* – 3a edición, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Perú.

- Ketelhohn, J. Werner Marín, N y Montiel E.L. (2004). *Análisis de Inversiones Estratégicas*. Grupo Norma. Bogotá.
- Knight, F.H. (2012). *Risk, uncertainty and profit*. Courier Corporation. Mineola, New York.
- Koller, T., Goedhart, M., y Wessels, D. (2005). *The right role for multiples in valuation*. *McKinsey on Finance*, (15), 7-11.
- Koller, T., Goedhart, M., y Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. JohnWiley and Sons. Nueva Jersey, Estados Unidos.
- Konja, J.V.F., y Flores, A.E.R. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno. *Quipukamayoc*, 15(29), 7-22.
- KPMG. (2015). Aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera en Latinoamérica. *Revista Electrónica Iberoamericana*, 2(1), 39-48.
- Kusi, B.A., Ansah-Adu, K. y Sai, R. (2015). Evaluating Bank Profitability in Ghana: A five step Du-Pont Model Approach. *International Journal of Finance y Banking Studies*, 4(3), 40-63.
- La Junta General de Accionistas (2019). *Informe anual de la administración*. Recuperado de [https://www.bolivariano.com/docs/default-source/general-pdf/gobierno-corporativo/jga2019\\_corta\\_01feb2019.pdf](https://www.bolivariano.com/docs/default-source/general-pdf/gobierno-corporativo/jga2019_corta_01feb2019.pdf)
- Laborde, P. (2004). Métodos prácticos de determinación de tasa de descuento. *Diario Financiero. Management. Finanzas para emprendedores*, (11), 10-13.
- Lapitz, R., Gorfinkiel, D., Acosta, A., y Gudynas, E. (2005). *El otro riesgo país: indicadores y desarrollo en la economía*. Editorial Abya Yala. Quito. Ecuador.
- Larraín, F. y Sachs, J. D. (2002). *Macroeconomía en la economía global*. Pearson, Madrid. España.

- Larrinaga, O.V. (2008a). La internacionalización de la empresa: el modelo de las diez estrategias. *Revista Internacional Administración y Finanzas*, 1(1), 67-82.
- Larrinaga, O.V. (2008b). El caso de CIE Automotive. El crecimiento de un grupo empresarial mediante la internacionalización. *Ekonomiaz*, 68(2), 230-263.
- Lasso, E. A. (2015). Modelos de Valoración de Empresas Un análisis crítico. *Ciencia Unemi*, 5(7), 74-87.
- Lawrence, G. (2003). *Principios de administración financiera*. Décima Edición, Pearson Educación. México.
- Lazcano, L., Muñoz, R., y Márquez, J. (2017). Evidencia empírica de la relación que existe entre la información sobre solvencia contenida en las Ratios Contables de las empresas que aplica NIIF y la Información sobre solvencia medida a través de CDS. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas Nueva Época REMEF*, 7(1), 65-92.
- Lerner, J., y Seru, A. (2017). *The use and misuse of patent data: Issues for corporate finance and beyond* (No. w24053). National Bureau of Economic Research. Recuperado de <https://www.nber.org/papers/w24053.pdf>
- Levi, M.D. (1997). *Finanzas Internacionales*. Tercera Edición. Editorial McGraw-Hill. México.
- Levich, R.M. (2001). The importance of emerging capital markets. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 1, 1-45.
- Limas Suárez, S. J., Ávila, F., y Anderson, J. (2018). El riesgo país para Colombia: interpretación e implicaciones para la economía y la inversión extranjera, 2012- 2017. *Revista Finanzas y Política Económica*, 10(1), 153-171.

- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics* 47(1), 13–37.
- Litz, R.A. (1996). A resource-based view of the socially responsible firm: Stakeholder interdependence, ethical awareness, and issue responsiveness as strategic assets. *Journal of Business Ethics*, 15(12), 1355-1363.
- Lizcano, J.L. (2002): Gobierno de las sociedades. Un enfoque desde la responsabilidad social. *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, 13(7)171-193.
- Logsdon, J.M., y Wood, D.J. (2005). *Implementing global business citizenship: Multi-level motivations*. International Corporate Responsibility: Exploring the Issues, Carnegie Mellon University Press, Pittsburg.
- Lopes, I.T. (2011). The boundaries of intellectual property valuation: cost, market, income based approaches and innovation turnover. *Intellectual Economics*, 5(1), 99-116.
- López Ayala, I.A., y Mora Analuisa, C.A. (2014). *Valoración de empresas en el Ecuador*. Bachelor's thesis, Universidad Del Pacífico. Quito.
- López Domínguez, I. *Gestión del Riesgo*. Recuperado de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/gestion-de-riesgos.html>
- Lorenzana, D. (2013). *¿Qué es el ROA de una empresa?* Recuperado de <http://www.pymesyautonomos.com/administracionfinanzas/que-es-el-roa-de-una-empresa>
- Loughran, T., y Wellman, J.W. (2012). New evidence on the relation between the enterprise multiple and average stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1629-1650.

- Lubián, F.J.L., y de Luna Butz, W. (2001). *Valoración de empresas en la práctica*. McGraw Hill Interamericana. Madrid.
- Lubián, F.J.L., y Estévez, P.G. (2005). *Finanzas en el mundo corporativo: un enfoque práctico*. McGraw-Hill. Madrid. España.
- Luehrman, T.A. (1998). Una guía para la valoración de empresas (Parte I). *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, (26), 20-24.
- Luna, S.M.M. (2012). Manual práctico para el diseño de la Escala Likert. *Revista Xihmai*, 2(4), 14.
- Madura, J. (2001). *Administración financiera internacional*. International Thomson. Barcelona.
- Mallo, C., Mallo, M.A., Jiménez, M.A., Mallo, C., Mallo, J., y Merlo, J. (2000). *Contabilidad de costes*. Pirámide. Madrid. España.
- Mancilla Rendón, M.E. y Saavedra García, M.L. (2015). El gobierno corporativo y el comité de auditoría en el marco de la responsabilidad social empresarial. *Contaduría y Administración*, 60(2), 486-506.
- Maquieira, C. (2010). *Finanzas corporativas: teoría y práctica*. Editorial Andrés Bello, Santiago de Chile, 249-277.
- Maquieira, C. P. y Lorenzo, A.P. Sarria-Allende, V. (2013). Theory and practice of corporate finance: Evidence and distinctive features in Latin America. *Emerging Markets Review*, 13(2), 118-148.
- Maquieira, C., y Willatt, C. (2006). Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE). *Estudios de Administración*, 13(2), 1-23.
- Marcus, A.J., Bodie, Z. y Kane, A. (2004). *Essentials of investments*. McGraw Hill. Madrid. España.



- Marín, J.L.M., y Ponce, A.T. (2000). *Manual de valoración de empresas*. Ariel. Barcelona. España.
- Markowitz, H, (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*. JohnWiley and Sons, New York.
- Maroto, J.Y.M., y Melle, M.M. (2001) El gobierno de las empresas bancarias en la Unión Europea: rasgos distintivos, códigos de buen gobierno y performance. *Perspectivas del Sistema Financiero*, (73), 161-183.
- Martin, J.; Petty, J.; Known, A.; Scott, D. (1996): *Basic Financial Management*. (7<sup>a</sup> ed). Prontica Hall. Englewood Cliffs (NJ).
- Martínez Abascal, E. (2007). *Finanzas operativas (I). Análisis y diagnóstico*. Nota técnica FN-530, IESE–Universidad de Navarra, Pamplona.
- Martínez Maldonado, P.F. (2015). *Informe de la participación en la implementación del código del buen gobierno corporativo del Hotel Sonesta de la ciudad de Guayaquil-Ecuador*. Recuperado de <http://www.dspace.espol.edu.ec/xmlui/handle/123456789/30092>
- Martínez, C.E., Ledesma, J.S. y Russo, A.O. (2013). Particularidades del Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM) en Mercados Emergentes. *Análisis Financiero*, (121), 37-47.
- Martínez, F.L. (2007). *Valoración de empresas: una introducción práctica*. Grupo Planeta (GBS). Madrid.
- Martínez, M.D.C.V. (2001). Métodos clásicos de valoración de empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 7(3), 49-66.
- Martínez, M. y Manuel, V. (2016). *Una comparativa internacional del gobierno corporativo: los consejos de administración en el sector de la automoción*.

- Doctoral dissertation, UNED. Universidad Nacional de Educación a Distancia. España.
- Mascareñas, J. (1999). *Innovación financiera*. McGraw-Hill. Madrid. España.
- Mascareñas J. (2005). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. McGraw Hill, Madrid. España.
- Mascareñas, J., y Lejarriaga, G. (1993). *Análisis de la estructura de capital de la empresa*. EUDEMA Universidad. Madrid.
- Mason, S.P., y Merton, R.C. (1985). *The role of contingent claims analysis in corporate finance*. In *Recent Advances in Corporate Finance*, edited by E. I. Altman and M. G. Subrahmanyam. Homewood, Illinois.
- Mastrangelo, A. (2014). *6 Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)*. Recuperado de: <https://alejandramastrangelo.wordpress.com/2014/01/26/principios-gobierno-corporativo-ocde/>
- Maximixe. (1996). *Clasificación de Riesgo País*. Asesoría Corporativa Estrategia. Lima.
- Mayo Rodríguez, C. (1991). *Contabilidad analítica. Costes, rendimientos, precios y resultados*. Cuarta Edición. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid. España.
- McCahery, J. A., Vermeulen, E. P. (2005). Does the European Company Prevent the ‘Delaware Effect’ *European Law Journal*, 11(6), 785-80.
- McKinsey y Company, J. (2002). *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*. Recuperado de <http://www.mckinsey.com/governance>
- Medrana, G.C. (2019) Ecuador: \$ 4.600 millones llegarían este año del FMI. *El Universo*. Recuperado de

<https://www.eluniverso.com/noticias/2019/02/21/nota/7200083/4600-millones-llegarian-este-ano-fmi-otros-multilaterales-explica>

- Mendiola, A., Carlos, A., Ccopa, M., Ortiz, R., Flores, L., y Castillo, C. (2014). Valoración de una Empresa con Opciones Reales: El caso minería aurífera peruana. ESAN: ediciones. Lima, Perú.
- Mejía Díaz, C.F. (2015). *Modelo de gestión financiera para una empresa productora y comercializadora de lácteos en la parroquia de Cayambe, provincia de Pichincha, para el período 2015-2020*. Doctoral dissertation, Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE. Sangolquí. Ecuador.
- Méndez-Beltrán, J. A. y Peralta-Borray, D. A. (2014). Reflections on the Corporate Social Responsibility and the Creation of Economic Value from the Point of View of Providers. *Cuadernos de Contabilidad*, 15(38), 625-645.
- Mercado, S. P. (2011), *Temas selectos sobre áreas funcionales de las organizaciones*, México Bonobos Editores. 1ª. Edición. Toluca.
- Mesa, R Latinoamericana de Gobierno Corporativo. (2010). *Capitalizando sobre una década de progreso*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/47103859.pdf>
- Milanesi, G. S. (2014). Modelo binomial para la valoración de empresas y los efectos de la deuda: escudo fiscal y liquidación de la firma. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 19(36), 2-10.
- Mileski, J.C., Fajardo, A.M.P., Junior, R.T., Buratto, D.A. y Mosquera, P. (2016). Viabilidad económica de transporte de residuos de biomasa de actividad forestal Pinus taeda. *Revista ESPACIOS*, 37(26),1-4.

- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú. (2003). *Determinantes del Riesgo País: Una aproximación*. Dirección General de Asuntos Económicos y Sociales, Lima.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú (2015a). *Contabilidad Pública*. Recuperado de [http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com\\_content&view=section&id=34&Itemid=100808&lang=es](http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=section&id=34&Itemid=100808&lang=es)
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú (2015b). *Política Económica y Social*. Recuperado de [http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com\\_content&view=section&id=26&Itemid=100694&lang=es](http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=section&id=26&Itemid=100694&lang=es)
- Miralles, D.P.G. (1993). Problemas contables de la valoración empresarial: Fusiones en Europa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 22(77), 973-976.
- Mitchell, M., Mulherin, H. y Weston, F. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Doctoral dissertation, Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta. Maribor, Eslovenia.
- Mittelhammer, R.C. (2013). *Mathematical Statistics for Economics and Business*. Springer. New York.
- Modigliani, F., y Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Molina, E.C., Córdova, J.D., Meza, E.Z., y López, P.P. (2017). La responsabilidad social empresarial en las empresas del Ecuador. Un test de relación con la imagen corporativa y desempeño financiero. *Ingeniería Industrial. Actualidad y Nuevas Tendencias*, (18), 23-44.

- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica* 34(4), 768–783.
- Monge, E.C. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la Dirección y Administración de Empresas. *Revista Nacional de Administración*, 1(2), 31-54.
- Montenegro, M.P. (2013). La importancia del análisis de la trayectoria empresarial bajo dos dimensiones: posición económica y financiera en las empresas ecuatorianas. *Retos*, 1(5), 90-98.
- Montoya, L.A., de Arias, L.M. y Lozada, C.A. (2009). Propuesta metodológica para la elaboración de planes de negocios. *Scientia et Technica*, 3(40), 132-135.
- Morales, J. y Tuesta, P. (1998). *Calificaciones de crédito y riesgo país*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/03/Estudios-Economicos-3-7.pdf>
- Moreno, W.L., y Ríos, J.A.S. (2012). El triángulo del fraude. *Fórum Empresarial*, 17(1), 65-81.
- Morgan, J.P. (1999). *Introducing the JP Morgan emerging markets bond index global (Embi Global)*. Methodology Brief, JP Morgan, New York.
- Moscoso Escobar, J. y Botero, S. (2013). Métodos de valoración de nuevos emprendimientos. *Semestre Económico*, 16(33), 237-264.
- Murray, K.B., y Montanari, J.B. (1986). Strategic management of the socially responsible firm: Integrating management and marketing theory. *Academy of Management Review*, 11(4), 815-827.
- Naranjo, O.A. (2012). *Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador*. Recuperado de

[http://oidprd.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/articulos\\_financieros/Estudios%20Tecnicos/2012/AT1SEGUROS\\_2012.pdf](http://oidprd.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/articulos_financieros/Estudios%20Tecnicos/2012/AT1SEGUROS_2012.pdf)

Natalwala, Hozefa, C.A. (2015). *Business Valuation Needs & Techniques*. Recuperado de <https://docplayer.net/11302692-Business-valuation-needs-techniques-submitted-by-ca-hozefa-natalwala.html>

Natura worldwide Natura Brasil (2017). Recuperado de <https://www.naturabrasil.fr/en/about-us/natura-worldwide>

Navarro, S., Cordobés, M. y Sanz, B. (2012). *TIC, desarrollo y negocios inclusivos* (Vol. 22). Fundación Telefónica. Ariel, Barcelona.

Nestle, M. (2016). Corporate funding of food and nutrition research: science or marketing? *JAMA internal medicine*, 176(1), 13-14.

Nogueira-Rivera, D. Medina-León, A., Hernández-Nariño, A., Comas-Rodríguez, R. y Medina-Nogueira, D. (2017). Análisis económico-financiero: talón de Aquiles de la organización. Caso de aplicación. *Ingeniería Industrial*, 38(1), 106-115.

Ochoa, S.G. (1998). *Administración Financiera*. Mc Graw-Hill. México.

Oks, D. y Padilla, G.G. (2000). *Determinantes del riesgo país en Argentina, durante 1994-99: el rol de la liquidez sistémica, factores de contagio e incertidumbre política*. Recuperado de [https://aaep.org.ar/anales/works/works2000/oks\\_padilla.pdf](https://aaep.org.ar/anales/works/works2000/oks_padilla.pdf)

Olarte, J. C. (2006). Incertidumbre y evaluación de riesgos financieros. *Scientia Et Technica*, 12(32), 347-350.

Olmedo Vera, M.C. (2016). *Estudio del caso: Análisis de los niveles de renta que afectan el incremento neto de la riqueza económica del Ecuador período 2014-2016 febrero*. Master's thesis, Universidad de Guayaquil. Ecuador.

- Orduña, C.D., y Viñolas, P. (2003). Gobierno corporativo y valoración de empresas. *Análisis Financiero*, (90), 81-87.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OCDE. (2004). *Principios de gobierno corporativo*. Recuperado de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Orozco Triana, J.A. Bernal, P., Darío, L., Ruíz Arias, C.L., Bulla, M. y Javier, F. (2016). Tutoring to Entrepreneurs at Universidad EAN: from the IN3 Model to EAN Impact-2011-2016. *Revista EAN*, (81), 12-25.
- Ortega Ruiz, J. E. (2016). *Propuesta para la determinación del Wacc en empresas ecuatorianas que no cotizan en el Mercado de Valores Caso de Estudio: Compañía Disansa*. Master's thesis, ESPOL. Guayaquil.
- Ortiz Hoyos, J.D. (2015). La valoración de empresas. *Semestre Económico*. 4(8). Recuperado a partir de <https://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/1394>
- Ortiz-Paniagua, C.F, y Bonales Valencia, J. (2017). Agricultura de Exportación de Aguacate y Turismo en Michoacán. Una perspectiva desde los Servicios Ecosistémicos. *El periplo sustentable*, (33), 452-485.
- Ospina Botero, D. (2001). *Introducción al muestreo* (No. 519.52 Os6i Ej. 1). Universidad Nacional de Colombia. Bogotá.
- Ouahilal, M., El Mohajir, M., Chahhou, M.y El Mohajir, B. E. (2016). A comparative study of predictive algorithms for business analytics and decision support systems: Finance as a case study. *International Conference on Information Technology for Organizations Development (IT4OD)* (pp. 1-6). IEEE.

- Pacheco, J.C., Castañeda, W. y Caicedo, C. H. (2002). *Indicadores integrales de gestión*. Bogotá.
- Padilla, M.C. (2016). *Formulación y evaluación de proyectos*. Ecoe Ediciones. Bogotá.
- Pamies, D.S., y Jiménez, J.A. (2011). The nature of the relation between Corporate Social Responsibility (CSR) and financial performance. *European Journal of Management and Business Economics*, 20(4), 161-176.
- Pampillón Olmedo, R. (1999). Análisis económico de países. Teoría y casos de política económica. *Revista española de control externo*, 1(3), 238-242.
- Parada Daza, J.R. (2005). Enfoque teórico de finanzas y su influencia en la revista “Economía y Administración”. *Revista Economía y Administración*, 64, 7-31.  
Recuperado de  
<http://www2.udec.cl/~rea/REVISTA%20PDF/Rev64/art1rea64.pdf>
- Pardo-López, S. (2015). Prácticas de valoración y gobierno corporativo: medios para la resignificación del control en las organizaciones colombianas. *Cuadernos de Contabilidad*, 16(40), 205-231.
- Paredes, P. L. (2016). La dolarización más allá de la estabilidad monetaria. *Revista Economía*, 68(108), 75-95.
- Parisi, F., Godoy, R. y Parisi, A. (2000). *Gobierno Corporativo en Chile: Evidencia reciente*. Departamento de Finanzas, Universidad de Chile, BanChile Corredores de Bolsa y Loyola College at Baltimore.
- Parker, R. (2015). *John Kenneth Galbraith: His life, his politics, his economics*. Farrar, Straus and Giroux. New York.



- Pascale, R. (2006). *Costo del capital en países emergentes*. Recuperado de <http://ricardopascale.com/wp-content/uploads/2013/09/2006-set-XXVI-J-Pascale-Presentación-sadaf.pdf>
- Pascual, L.B. (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. *Revista Universo Contábil*, 5(2), 125-141.
- Pascual, F.G. (2017). Presente y futuro de las finanzas corporativas. *De Computis. Revista Española de Historia de la Contabilidad*, 14(27), 101-130.
- Patel, J., y Prajapati, B. A. (2013). A Comparative study on top five steel companies based on different business valuation methods. *Iron Steel*, 3(4), 5.
- Payne, W. (2007). *Valuing Pre-Revenue Companies*. Ewing Marion Kauffman Foundation. Saatavilla: Recuperado de [https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelCapital Education/ACEF\\_-\\_Valuing\\_Pre-revenue\\_Companies.pdf](https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelCapital%20Education/ACEF_-_Valuing_Pre-revenue_Companies.pdf) [viitattu: 13.12.2016].
- Pedro Gómez J. (2005). *Nota Técnica sobre el WACC y el costo operativo de capital*. Instituto de Empresas. Madrid.
- Penman, S.H. y Penman, S.H. (2007). *Financial statement analysis and security valuation*. McGraw-Hill. New York.
- Pereyra Terra, M., (2008). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales* (No. 658.15/P43v). Universidad ORT (Uruguay). Facultad de Administración y Ciencias Sociales. Uruguay.
- Pérez Sánchez, A. (2015). *Financiamiento RED*. Red de Blog especializados en economía, bolsas y Economía. Recuperado de <http://www.finanzas.com/que-es-un-pais-emergente>

- Pérez Sisa, R.D. (2015). *Aplicación de buen gobierno corporativo en las cooperativas de ahorro y crédito del sector económico popular y solidario*. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10644/4792>
- Pérez-Artacho Santos, F. (2015). *Análisis y valoración de los riesgos de la empresa: riesgos financieros*. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/handle/11531/4536>
- Pérez-Iñigo, J.M.M., Fernández, S.G. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: análisis retrospectivo comparado. *RUE: Revista Universitaria Europea*, (19), 87-112.
- Peterson, P.P. (1994). *Financial management and analysis*. McGraw-Hill. New York.
- Ponguillo, K.A., Alvarado, E. S. y Carrera, F.M. (2017). La producción científica en Finanzas. Un análisis para América Latina. *Publicando*, 3(8), 608-671.
- Portales, L. y de la Torre, C.G. (2012). Evolución de la responsabilidad social empresarial: nacimiento, definición y difusión en América Latina: Responsabilidad Social Empresarial. Pearson. México.
- Porter, M. (2007). La ventaja competitiva de las naciones. *Harvard Business Review*, 85(11), 69-95.
- Pozo, M. (2019). Décadas después, ¿ha sido positiva la dolarización para Ecuador? *Latín América Advisor-THEDIALOGUE-Leadership for the América*. Recuperado de <https://www.thedialogue.org/blogs/2019/01/decadas-despues-ha-sido-positiva-la-dolarizacion-para-ecuador/>

- Prat, L., Fernández, R. y Viladegut, X. (1998). Tendencias actuales en la gestión financiera de la empresa. *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*, 20(2), 1-17.
- Preve, L., Fraile, G. y Sarria Allende, V. (2013). *Las finanzas en la empresa. Combinando rigurosidad e intuición*. Colección IAE -Universidad Austral. Chile.
- Purdy, G. (2010). ISO 31000: 2009—setting a new standard for risk management. *Risk Analysis: An International Journal*, 30(6), 881-886.
- Rajan, R. y Zingales (1998), Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88(3), 559-586.
- Ramírez, A.A. y de Lema, D.G. (2006). La valoración de empresas en España: un estudio empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(132), 913-934.
- Ramírez, A. R. (2007). *Valoración de empresas y gestión basada en valor*. Editorial Paraninfo. Madrid.
- Ramírez, M.D., Gómez, Z.I. y Rojas, C. H. (2016). La toma de decisiones a partir del uso cualitativo y cuantitativo de las finanzas en las pequeñas empresas: Estudio de Caso. *Revista Multidisciplinaria de Avances de Investigación*, 2(3), 57- 69.
- Ray, B.K. y Saxton, K. (2014). Preface: Smarter Finance. *IBM Journal of Research and Development*, 58(4), 1-3.
- Redondo Jiménez, J. (2016). *Análisis y valoración de Red Eléctrica de España*. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/handle/11531/15571>
- Rendón, M.E. y García, M.L. (2015). El gobierno corporativo y el comité de auditoría en el marco de la Responsabilidad Social Empresarial. *Contaduría y Administración*, 60(2), 486-506.

- Requeijo, J. (2010). Odisea 2050 la economía mundial del siglo XXI. *Retos*, (854), 149.
- Rezaee, Z., Smith, L.M. y Szendi, J.Z. (2010). Convergence in accounting standards: Insights from academicians and practitioners. *Advances in accounting*, 26(1), 142-154.
- Ribeiro Pignataro, R.F. (2011). *Valuación de empresas: fundamentos y prácticas en mercados emergentes*. KPMG. Montevideo. Uruguay.
- Richard, B., y Meyers, S.C. (1993). *Principios de Finanzas Corporativas*. 4ª ed., Mac Graw Hill. New York.
- Rico, C.P., García, C.F., Rojas, V.M., Rojas, P.M. y Riquelme, M.A. (2015). Comunidad Andina de Naciones (CAN), Perú, Colombia, Bolivia y Ecuador: proceso de convergencia y adopción de las NIIF. *Revista Economía y Política*, (21), 65-74.
- Ríos, L.S. (2008). Evolución de la Teoría Financiera en el Siglo XX. *Ecos de Economía*, 12(27), 145-168.
- Rivero Torre, P. (2005). *Responsabilidad Social Corporativa*. AA. VV., *Responsabilidad social corporativa. Aspectos jurídico-económicos*, Universitat Jaume I, Castellón.
- Robet, Frank H. (2001). *Microeconomía y Conducta*. McGraw-Hill. New York.
- Robichek, A.A., y Myers, S.C. (1966). Problems in the theory of optimal capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1(2), 1-35.
- Robock, S.H. (1971). Political risk-identification and assessment. *Columbia Journal of World Business*, 6(4), 6-20.
- Rodríguez Gómez, G. (1996). *Metodología de la investigación cualitativa*. Ediciones Aljibe, Archidona, Málaga.

- Rodríguez, J.C.P. (2004). El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. Recuperado de [http://www.indret.com/pdf/182\\_es.pdf](http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf)
- Rodríguez-Jaraba, R. (2015). Derecho de la competencia y gobierno corporativo. Garantías de equidad frente a la integración regional, la liberalización comercial y la globalización económica. *Criterio Jurídico*, 1(5), 84-112.
- Rojas Celi, F.X. (2015). *Revisión bibliográfica al capital de trabajo como modelo de decisión financiera en la gestión empresarial*. Bachelor's thesis, Machala: Universidad Técnica de Machala. Ecuador.
- Rojo Ramírez, A. y Pérez de Lema, D. (2006). La Valoración de Empresas en España: un estudio empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(132), 913-934.
- Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics*, 4(2), 129-176.
- Romero López, J. (2015). *The Spanish Household Indebtedness. The Role of Socio-demographic Factors and Economic Cycle*. Recuperado de [http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/135085/TFG\\_2015\\_RomeroLopezJose.pdf?sequence=1](http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/135085/TFG_2015_RomeroLopezJose.pdf?sequence=1)
- Romero, A.F. (2016). Desempeño reciente y lecciones no aprendidas: Las perspectivas económicas para América Latina y el Caribe. *Revista Economía y Desarrollo*, 156(1), 73-89.
- Rosas Chimal, M.A. y Flores Ortega, M. (2017). Calificación riesgo país y flujos de capital en México: 1998-2012. *Estudios de Economía Aplicada*, 35(1), 191-216.

- Rosillón, M.A.N. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia*, 14(48), 606-628.
- Ross, S.A., Jordan, B.D. y Westerfield, R.W. (1997a). *Fundamentos de finanzas corporativas*. McGraw-Hill. Interamericana de España S.L. Madrid.
- Ross, S.A, Westerfield, R.W y Jaffe, F. (1997b): *Finanzas Corporativas*. (3ª ed.). Irwin/McGraw Hill. Madrid.
- Ross, R.W., Jaffe, F. (2005). *Finanzas Corporativas* Séptima Edición. México.
- Ross, S.A, Westerfield, R. y Jordan, B.D. (2008). *Fundamentals of corporate finance*. Tata McGraw-Hill Education. New York.
- Ross, S.A, Jaffe, R, Ross, J. F., Westerfield, R.W. y Jaffe, J.F. (2009). *Corporate finance*. McGraw-Hill. New York.
- Rubio, M.C. (2015). *La creación de valor en las finanzas: mitos y paradigmas*. YoPublico. Lima. Perú.
- Rubio, P. (2012). *Manual de Análisis Financiero*. España. Universidad de Málaga. España.
- Ruete, J.S. (2008). *Política económica para países emergentes*. Taurus. Lima. Perú.
- Rugman, A.M. (2016). *Multinational enterprises from emerging markets*. Securing the Global Economy: G8 Global Governance for a Post-Crisis World, 63. Recuperado de <https://www.taylorfrancis.com/books/e/9781315608051/chapters/10.4324/9781315608051-15>
- Ruiz, A. y Steinwascher, W. (2008). Gobierno corporativo, diversificación estratégica y desempeño empresarial en México. *Revista de Administración, Finanzas y Economía (Journal of Management, Finance and Economics)*, 2(1), 58-73.

- Ruiz, M.P., Buitrón, V.A., Benítez, J.E. y Martínez, V.A. (2015). Estudio empírico sobre el estado y tendencias de la Responsabilidad Social Corporativa en Ecuador mediante el análisis de Caso: del cantón de Loja. *Redmarka: Revista Académica de Marketing Aplicado*, (15), 43-67.
- Saavedra, G., María, L., Saavedra, G. y Miriam, E. (2015). La investigación contable en Latinoamérica. *Actualidad Contable Faces*, 18(31), 99-122.
- Sabal, J. y Sarmiento, A. (2007). Riesgo-país y tasas de descuento para empresas latinoamericanas. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 12(22), 73-110.
- Sáenz, F. (2008). *Manual de Valoración de Empresas*. Editorial S. N; 1a Edición; Quito. Ecuador.
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P. y Barajas, A. (2015). Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *Revista de Economía Institucional*, 17(33), 73-107.
- Salas, J.M.A. (2013). *Control 2.0*. Profit Editorial. Barcelona. España.
- Salas, O.A. (2019). *Valoración y compraventa de empresas: Con casos prácticos resueltos*. Profit Editorial. Barcelona. España
- Salas, V. (2002). *El gobierno de la empresa*. Colección de Estudios Económicos de la Caixa. Barcelona. España.
- San Martín García, I. (2015). *El gobierno de las sociedades cotizadas: los códigos de buen gobierno como herramienta para mejorar la transparencia y la eficacia empresarial*. Recuperado de <https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/6905/1/TFG000696.pdf>
- Sánchez Suárez, E.E. (2014). *Análisis económico de la estructura y evolución de los activos financieros negociados por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad*

*Social en el mercado de valores ecuatoriano, período 2007-2012.* Master's thesis, Universidad de Guayaquil. Ecuador.

Sanchez, A.V., y Vargas, J.M.R. (2017). Valoración de inmuebles comerciales mediante la aplicación del método de capitalización directa y el método de flujos de caja descontados. *Revista Investigación & Desarrollo*, 2(16).

Sánchez, A. y Alejandro, N. (2011). *Técnicas de finanzas corporativas como contribución en el desarrollo sustentable de las organizaciones y el crecimiento del mercado de capitales en el país. Aplicación SETEPROIN CIA. LTDA servicios técnicos y proveedora industrial.* Doctoral dissertation, Escuela Politécnica Nacional. Quito.

Sanjuajo, M. y Reinoso, M. (2003). *Guía de Valoración de Empresas*, 2ª ed. Nueva Jersey, Estados Unidos.

Santamaría Coloma, M.C. (2014). *Valoración financiera de la empresa Moducon Cía.Ltda., mediante el método de flujos descontados.* Doctoral dissertation, Universidad de las Fuerzas Armadas, ESPE. Ecuador.

Santander Erazo, R. D. (2012). *Análisis de la evolución del mercado de valores del Ecuador período 2000–2011, situación actual, y requerimientos para su desarrollo.* Bachelor's thesis, Universidad de las Américas. Quito.

Santandreu, P. (2013). Selección del método de valoración de empresas en función de la empresa y el ciclo económico: El modelo QQC. *Revista de Contabilidad y Dirección*, (15), 115-132.

Santonja, A.O., y Borges, A.M. (2005). *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo.* Marcial Pons. Madrid. España.

Santos-Bayardo, J.A. (2017). *Valoración económica de minera Santa Bárbara, empleando el método de flujo de caja.* Recuperado de



<http://repositorio.lamolina.edu.pe/bitstream/handle/UNALM/2785/E20-S3558-T.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Schall, L.D. (1991). *Introduction to financial management*. Tata McGraw Hill Publishing Co. New Delhi.

Scott John (2015). *El buen gobierno desde la convicción*. Recuperado de <http://www.kpmgblogs.es/tag/codigo-de-buen-gobierno-corporativo/>

Sebastián, A. (2019) El riesgo país ya no es sostenible con el acuerdo del Fondo Monetario Internacional. *Expreso.ec*. Recuperado de: <https://www.expreso.ec/economia/fmi-acuerdo-riesgo-pais-sostenibilidad-financiera-politica-nacional-eb3113732>

Sequeda, R. (2014). *Finanzas corporativas y valoración de empresas. Al alcance de todos*. Ediciones de la U. Bogotá. Colombia.

Serrahima Formosa, R. (2010). *Finanzas estructurales y Operativas*. Recuperado de [https://raimon.serrahima.com/wpcontent/uploads/2010/10/003\\_finanzas\\_estructurales\\_y\\_operativas.pdf](https://raimon.serrahima.com/wpcontent/uploads/2010/10/003_finanzas_estructurales_y_operativas.pdf).

Sharpe, W.F. (1970). *Portfolio theory and capital markets*. McGraw-Hill. New York.

Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

Siegel, J. (2007). *Stocks for the Long Run*, 4ª ed. Irwin. McGraw-Hill. New York.

Simancas Quevedo, C.B. (2011). *Comportamiento y evaluación de las finanzas públicas del gobierno central en el Ecuador 2007-2009*. Bachelor's thesis, Universidad de Guayaquil. Ecuador.

Solomon, E. (1964). *Teoría de la administración financiera*. Editorial Macchi. Córdoba.

- Soto-Berrocal, J.C. (2016). *Modelo de Valoración de una empresa Holding Centroamericana*. Instituto Tecnológico de Costa Rica.
- Springer, D, T. (2017). *El financiero* (Vol. 9). Ediciones AKAL. Madrid.
- Stowe, J.D., Robinson, T.R., Pinto, J.E. y McLeavey, D.W. (2002). *Analysis of Equity Investment: Valuation*. Association for Investment. Valuation. United Book Press. Baltimore.
- Straßburger, D. (2007). *Risk management and solvency: mathematical methods in theory and practice*. Doctoral dissertation, Universität Oldenburg. Oldenburg, Alemania.
- Suárez, A. (1989). *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Pirámide. Madrid.
- Suárez, A. (1995). *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa (17ª ed.)*. Pirámide, Madrid.
- Superintendencia de Bancos del Ecuador (2009). *Preguntas Frecuentes*. Recuperado de [http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs\\_index?vp\\_art\\_id=2&vp\\_tip=11&vp\\_lang=1](http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=2&vp_tip=11&vp_lang=1)
- Tamborino, G. (2011). *Control interno, el pilar del gobierno corporativo. Caso Portugal/España*. Cuaderno de Trabajo del Departamento de Contabilidad y Auditoría de ISCAC-Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra-IPC-Coimbra. Portugal.
- Tapia, E. (2019). El Riesgo país escaló a 777 puntos tras disminución de producción petrolera. *El Comercio*. Recuperado de <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios-riesgo-pais-petroleo-ecuador.html>

- Tapia, J. (2015). *Guía para elaboración de Trabajos de Titulación*. Recuperado de <https://es.scribd.com/document/289239024/Guia-Elaboracion-Proyecto-de-Grado-2015-1>.
- Tarapuez Chamorro, E., Zapata Erazo, J. A., y Agreda Montenegro, E. (2008). Knight and his contributions to the entrepreneur theory. *Estudios Gerenciales*, 24(106), 83-98.
- Tas, B.K. y Togay, S. (2014). Efectos de la dolarización oficial en una pequeña economía abierta: el caso de Ecuador. *Investigación Económica*, 73(290), 51-86.
- Tirole, J. (2010). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.
- Titman, S. y J.D. Martin. (2007). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions*. Pearson, Addison Wesley. University of Texas at Austin.
- Tobin, J. (1982). Money and finance in the macroeconomic process. *Journal of money, credit and banking*, 14(2), 171-204.
- Torre, P.R. (2013). El futuro de la RSC. AECA. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (103), 70-72.
- Tourani-Rad, A, y Ingley, C. (Eds.). (2010). *Handbook on Emerging Issues in Corporate Governance*. World Scientific. Auckland University of Technology, New Zealand.
- Trahan, E. A., y Gitman, L. J. (1995). Bridging the theory-practice gap in corporate finance: a survey of chief financial officers. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 35(1), 73-87.
- Trujillo Romero, F. (2015). *Propuesta de gobierno corporativo como alternativa administrativa para las pequeñas empresas del sector productivo de la*

*Provincia de Pichincha*. Doctoral dissertation. Universidad Icesi. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10906/68472>.

Ureña, A.P., Bonilla, F.M., Fernández-Aguado, P.G. y Rodríguez, M.C. (2014).

*Introducción a las finanzas empresariales*. Ediciones Pirámide. Madrid.

Vaillant, Y., Urbano, D., Criado, J.R., y Criado, Á.R. (2006). Un estudio cualitativo y exploratorio de cuatro nuevas empresas exportadoras. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 29(06), 107-132.

Valencia Andrade, C.A. (2017). *Aplicabilidad de un método de valoración para Pymes del sector agropecuario del Ecuador, Caso de Estudio: Hortiflora Andina SA* Bachelor's thesis, Universidad de las Fuerzas Armadas, ESPE. Sangolquí. Ecuador.

Valenzuela Fernández, L., Jara-Bertin, M. y Villegas Pineaur, F. (2015). Prácticas de responsabilidad social, reputación corporativa y desempeño financiero. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 55(3), 329-344.

Valor Suárez, A. (2015). *Análisis de los diferentes métodos de valoración financiera aplicados al caso de Ferrovial S.A.* Universidad Pontificia ICAI-ICADE Comillas. Madrid.

Valora Analitik (2019) *Fitch rebaja perspectiva de Ecuador y confirma calificaciones*. Recuperado de <https://www.valoraanalitik.com/2019/01/10/fitch-rebaja-perspectiva-de-ecuador-y-confirma-calificaciones/>

Valverde Gallegos, J.E. y Villacis Molina, H.G. (2016). *Evaluación de Métodos de Valoración para empresas Pymes comerciales ecuatorianas*. Master's thesis, ESPOL. Guayaquil. Ecuador.

- Van Beurden, P. y Gössling, T. (2008). The worth of values—a literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424.
- Van Horne, J. y Wachowicz, J (2003). *Fundamentos de Administración Financiera*. (11ª ed.). Prentice Hall. México.
- Van Osnabrugge, M., y Robinson, R.J. (2000). *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies. The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*. John Wiley & Sons. San Francisco. California.
- Vargas Sánchez, A. (2014). Estructura de capital óptima en presencia de costos de dificultades financieras. *Investigación y Desarrollo*, 1(14), 44-65.
- Vásquez, K. (2014). *Proyecto de Responsabilidad Social*. Recuperado de <https://prezi.com/i4g6orig84vh/proyecto-de-responsabilidad-social/>
- Vásquez Hernández, F.F. (2017). *Finanzas: Análisis del método de descuento de flujo de caja libre aplicado a mueblería La Mejor 2015-2016*. Doctoral dissertation, Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua, Managua.
- Vásquez-Quevedo, N., Carril-Márquez, M.A. y Pascual-García, M. (2013). Estado actual de Latinoamérica en relación a su proceso de adopción de las NIIF. *Contabilidad & Auditoría, Investigaciones en teoría contable*, 19(38), 55-104.
- Veiga, J.F. (2010). *Diagnóstico económico-financiero de la empresa*. ESIC. Madrid.
- Vélez Pareja, I. (2001). *La Creación de Valor y su medida*. Recuperado de [https://www.researchgate.net/profile/Ignacio\\_Velez-Pareja/publication/46461053\\_La\\_creacion\\_de\\_valor\\_y\\_su\\_medida/links/549f174f0cf281d393a25407/La-creacion-de-valor-y-su-medida.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Ignacio_Velez-Pareja/publication/46461053_La_creacion_de_valor_y_su_medida/links/549f174f0cf281d393a25407/La-creacion-de-valor-y-su-medida.pdf)
- Vélez Pareja, I. (2004). *Decisiones de inversión, Enfocado a la valoración de empresas*, Ceja, Bogotá.

- Vélez, F. (2007). Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y desarrollos actuales. Perspectivas de aplicación en el Mercado de Valores. *Criterio Jurídico*, (7), 367-402.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y. y Salvi, A. (2014). *Corporate finance: theory and practice*. John Wiley & Sons. Nueva Jersey. Estados Unidos.
- Viniegra, S. (2007). *Entendiendo el plan de negocios*. Editor Lulu. Com. Morrisville (Carolina del Norte). Estados Unidos.
- Villacís, C. y Elizabeth, A. (2015). *Análisis de las zonas especiales de desarrollo económico (ZEDES) de tipología tecnológica como una oportunidad de ventaja competitiva para el Ecuador*. Bachelor's thesis. Universidad Politécnica Salesiana. Quito. Ecuador.
- Villagómez, B. (2006). *El riesgo medido a través del Modelo CAPM ajustado para Mercados emergentes: El caso ecuatoriano. La eficacia de las políticas públicas en Ecuador hacia el sector económico social-solidario*. Recuperado de <https://www.swsu.ru/estructura/up/ef/fik/konfer/Villagomez.pdf>
- Villanueva, L.F. (2015). *Gobernanza y gestión pública*. Fondo de cultura Económica. México.
- Villaplana, A.C. (2013). Teorías y modelos: formas de representación de la realidad. *Revista Comunicación*, 12(1), 33-46.
- Villarreal Larrinaga, O., y Landeta Rodríguez, J. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación científica en dirección y economía de la empresa. Una aplicación a la internacionalización. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(3), 31-52.

- Villarreal, O. (2007): *La Estrategia de Internacionalización de la Empresa. Un Estudio de Casos de Multinacionales Vascas*. Tesis Doctoral, Universidad del País Vasco- Euskal Herriko Unibertsitatea. Bilbao.
- Villasmil, D.P. (2013). Aplicación de los principios del buen gobierno corporativo en las sociedades de capital cerrado. *Comercium et Tributum*, (10), 45-62.
- Villegas, R. V., y Varela, R. (2001). *Innovación empresarial: arte y ciencia en la creación de empresas*. Pearson educación. (2ª ed.). Bogotá. Colombia.
- Vistazo (2016). *PRONACA: 2º Lugar en el Ranking de Empresas Responsables con mayor reputación corporativa*. Recuperado de <http://sostenibilidad.pronaca.com/ambiente/2016/pronaca-lidera-el-listado-de-empresas-con-mayor-reputacion-corporativa/>
- Vivancos Bono, J. L., Aznar Bellver, J., López Perales, A.A., y Cayo Araya, T. (2018). *Valoración por opciones reales. Teoría y casos*. Editorial Universitat Politècnica de València. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10251/113759>
- Vom Brocke, J., Recker, J., y Mendling, J. (2010). Value-oriented process modeling: integrating financial perspectives into business process re-design. *Business Process Management Journal*, 16(2), 333-356.
- Von Tunzelmann, N. (2003). Historical coevolution of governance and technology in the industrial revolutions. *Structural Change and Economic Dynamics*, 14(4), 365-384.
- Walker, E., y de Administración, E. (2003). *Costo de capital para empresas reguladas en Chile. Documento de Trabajo*. Pontificia Universidad Católica de Chile. Recuperado de [http://www.economia.cl/1540/articles-187016\\_recurso\\_1.pdf](http://www.economia.cl/1540/articles-187016_recurso_1.pdf).

- Weston, J. y Copeland, T.E. (1994). *Managerial finance*. W B Saunders Co Ltd. Estados Unidos.
- Weinberger Villarán, K. (2009). *Plan de Negocios: Herramienta para evaluar la viabilidad de un negocio*. Quito: USAID.
- Wilches-Chaux, G., y Auge, C. (1998). *Guía de la Red para la Gestión Local del Riesgo*. Red de Estudios. Lima.
- Wilcox, D. (2005). *Responsabilidad social empresarial (RSE), la nueva exigencia global*. Estudios 2005, documento de trabajo 13, Universidad Viña del Mar. Recuperado de [http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/122747/Cancino\\_Morales\\_2008.pdf?sequence=1](http://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/122747/Cancino_Morales_2008.pdf?sequence=1)
- Wong, D. (1995). *Finanzas en el Perú: un enfoque de liquidez, rentabilidad y riesgo*. Apuntes de Estudio. Universidad del Pacífico. Perú.
- Wong, D. (1998). *Finanzas corporativas. Un enfoque para el Perú*. Universidad del Pacífico. Recuperado de <http://hdl.handle.net/11354/977>
- Yin, R.K. (2009). *Case Study Research: design and methods* (4ª ed.). Thousand Oaks, CA: Sage. Estados Unidos.
- Yirepa (2018). *Finanzas básicas*. Recuperado de <http://yirepa.es/la-tasa-de-descuento.html>
- Zagal, D. (2013). *El buen gobierno corporativo: Una clave para generar confianza en el mercado*. Diario Gestión. Perú, 1 de Julio.
- Zavatti, E. y Gutiérrez, H. (2007). La tasa de descuento y el riesgo-país. Un modelo basado en la teoría de cartera. *Anales de la Universidad Metropolitana de Caracas* 7(1), 179-202.



Zdralovic, A. (2014). *Análisis de las prácticas de Buen Gobierno Corporativo en las Entidades Financieras de Bosnia-Herzegovina y Croacia*. Doctoral Dissertation. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10251/35113>.

Zeeman, E.C. (1977). *Catastrophe theory: Selected papers, 1972–1977*. Addison-Wesley. Massachusetts. Estados Unidos.

Zevallos, J.V. (1997). *Estrategias para reducir la pobreza en América Latina y el Caribe*. PNUD. Recuperado de <https://biblio.flacsoandes.edu.ec/catalog/resGet.php?resId=25011>

Zorrilla Suárez, M.M. (2017). *Sobre una nueva versión y diferente perspectiva de la Responsabilidad Social Corporativa*. Doctoral dissertation, Universidad Complutense de Madrid.



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

## ANEXOS

### ENCUESTA A ESPECIALISTAS



Apreciado empresario, la presente encuesta tiene como propósito indagar acerca de la metodología en la valoración de las empresas del Ecuador. Le solicitamos contestar las siguientes preguntas de manera sincera y objetiva. La información suministrada es confidencial, de orden académica y de uso exclusivo en la investigación en el Programa de Doctorado: Empresa, Economía y Sociedad de la Universidad de Alicante.

**¡Gracias por su  
cooperación!**

**Señale el rango de su edad:**

18 a 30 Años  31 a 50  Más de 50

**¿En qué ciudad del Ecuador está ubicada su empresa, compañía o centro laboral?**

Guayaquil  Portoviejo  Quito  Manta  Cuenca   
Durán  Santo Domingo  Machala  Otra

**A qué sector de la economía pertenece su empresa:**

Industria  Comercio  Servicios  Otro  ¿Cuál?

**De acuerdo con el origen del capital, señale con una X el sector al que pertenece su empresa:**

Público  Nacional  Semipúblico

Extranjero  Privado  Transnacional

**Valore de 1 a 5 los siguientes indicadores, considerando la escala señalada a continuación:**

- (1) Totalmente en desacuerdo
- (2) En desacuerdo
- (3) Ni de acuerdo, ni en desacuerdo
- (4) De acuerdo
- (5) Totalmente de acuerdo

Nº	Indicador	1	2	3	4	5
1	Al valorar una empresa, se requiere de mucho sentido común y pocos conocimientos técnicos.					
2	Al valorar una empresa, se deben considerar los estándares internacionalmente establecidos.					
3	La empresa deberá crear valor para sus accionistas cuando la Rentabilidad de la inversión (ROI), es mayor al costo de capital.					

4	Si le pidieran valorar hoy la empresa, el método que considera más adecuado para ello es el de descuento de los flujos de caja futuros esperados.					
5	La valoración empresarial es una ecuación, que tan solo con disponer del valor de las variables de información financiera, se obtiene la solución.					
6	Al valorar la empresa debo incorporar el concepto de riesgo de negocio y riesgo financiero.					
7	Al valorar la empresa debo considerar las inversiones requeridas para la generación de recursos.					
8	Al valorar una empresa constituida en el Ecuador, se debe considerar el diferencial de la inflación respecto de los Estados Unidos.					
9	La valoración de la empresa se realiza mediante la estimación del					

	valor de sus activos.					
10	Al valorar una empresa ecuatoriana, hay que evitar la sobrevaloración de la tasa de descuento y darle más importancia a la proyección de los flujos de fondos.					

En su trayectoria laboral usted ¿ha valorado una empresa?, en caso afirmativo, ¿qué recomendaciones nos puede dar con el fin de tenerlas en cuenta?

-----

-----

-----

-----

Universitat d'Alacant  
 Universidad de Alicante

## ENTREVISTA A EXPERTOS

1. Sobre la base de su experiencia, ¿cuáles son los métodos más utilizados para valorar una empresa?
  
2. ¿Considera usted que la selección de los métodos a utilizar varía de acuerdo a las características de la empresa (tamaño, infraestructura, o sector en el que se encuentra)?
  
3. Respecto a la tasa de descuento “adecuada” para ser utilizada en la valuación de una empresa. ¿Qué variables influyen para su determinación, teniendo en cuenta que existen mercados de capitales desarrollados y mercados de capitales emergentes?
  
4. ¿Considera que una economía dolarizada de un país tiene menor riesgo que la de un país con moneda local?
  
5. ¿Está de acuerdo que en la tasa de descuento de un país con una economía dolarizada se considere el efecto de la inflación y se agregue a dicha tasa?

6. Algunos autores afirman que el Weighted Average Cost of Capital (WACC) debe ser utilizado para empresas pequeñas y que no cotizan en Bolsa y el Capital Asset Pricing Model (CAPM) en empresas con gran infraestructura que cotizan en bolsa y que supuestamente funcionan en un mercado de competencia perfecta.

a) ¿Está de acuerdo con la anterior afirmación?

b) ¿Qué sugiere hacer en un mercado de mayor riesgo como el de un mercado emergente?

c) ¿Considera usted que se debe combinar el WACC-CAPM para una mayor precisión de la tasa de descuento?

7. ¿Qué opinión tiene sobre la tasa de descuento que determinan algunos empresarios en base a la experiencia de éstos, es decir por olfato, corazonada, etc.?

8. ¿Las Pymes deberían tener como parte de la información financiera el valorar sus empresas o deberían ser las entidades de control societario que las obliguen?

a) ¿Qué modelos de inductores basados en la creación de valor deben ser utilizados para realizar un diagnóstico con relación al valor de la empresa?



9. ¿Qué supuestos son los más críticos de determinar por el profesional responsable de realizar una valoración de empresa?

a) Proyectar sus flujos y determinación de las variables.

b) Determinar el valor residual o terminal del flujo.

c) Determinar la tasa apropiada de descuento en países emergentes.

10. Sobre la utilización del múltiplo PER (Precios/Beneficios) como metodología apropiada:

a) ¿Cuál es la parte crítica para obtenerlo?

b) ¿Debería ser realmente utilizado para dar valor a una empresa?

Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante

11. Para valorar una empresa. ¿Deberíamos tener un estudio técnico de los activos productivos, para asegurarnos que estarán alineados con los flujos de caja proyectados para la valoración?

12. ¿El “valor” de la empresa puede dar al accionista un parámetro de creación de valor, al comparar el precio de la acción de acuerdo a la valoración de la empresa con el precio de la acción en el mercado?



Universitat d'Alacant  
Universidad de Alicante