



ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA RELACIÓN ESTRATEGIA Y LA VALORACIÓN DE A EMPRESA*

Jorge Enrique Bueno**

Resumen

El presente artículo se ocupa de algunas consideraciones relacionadas con la causalidad: fuentes de ventaja competitiva, formulación de la estrategia y creación de valor, manteniendo la necesaria consistencia teórica. Específicamente, analiza el efecto de la estrategia en el valor del período de continuidad, lo cual puede ser de utilidad en el proceso de negociación de empresas.

Palabras Clave

Ventaja competitiva, estrategia, valoración, valor de continuidad.

Abstract

This article addresses some considerations about causality: sources of competitive advantage, the formulation of strategy and its effects on the valuation of the company, maintaining the necessary theoretical consistency. Specifically analyzes the impact of generic strategy in the value of continuity period, which is useful in transactions that involves trading companies.

Key Words

Competitive advantage, strategy, valuation, continuing value.

Clasificación J.E.L: G30, L10.

* Este artículo fue recibido el 14-01-13 y aprobado el 15-06-13.

** Maestría en Economía de la Pontificia Universidad Javeriana Cali. Maestría en Administración de la Universidad ICESI. Docente de Planta del Departamento de Ciencias Económicas de la Universidad Autónoma de Occidente e investigador del GIED. Correo-e: jbueno@uao.edu.co.

Introducción

La teoría del direccionamiento estratégico centra gran parte de sus intereses en la identificación de los factores determinantes del éxito competitivo. Barney (1991) considera la ventaja competitiva sostenible, como una estrategia para la creación de valor que no se está implementando, simultáneamente, por un competidor actual o potencial, o que el competidor no captura los beneficios derivados de la implementación de tal estrategia.

Según Prahalad (2006), la lógica de creación de valor gira en torno a la comprensión del modelo de negocio, los recursos, la calidad de la gestión, las competencias sostenibles y el riesgo. Por su parte, la teoría financiera moderna reconoce que la creación de valor es la medida adecuada para evaluar el desempeño de una firma, pues tiene un enfoque de largo plazo, toma en cuenta todos los grupos de interés y considera las dimensiones de liquidez, rentabilidad y riesgo.

La empresa crea valor, cuando sus directivos invierten los recursos obtenidos de los inversionistas en proyectos que generen una tasa de retorno que excede la tasa de rendimiento exigida por los inversionistas, de acuerdo al riesgo asumido por ellos. En la medida que ese diferencial sea más grande, mayor será el flujo de caja. Justamente, la creación de valor está asociada a la selección de estrategias capaces de maximizar el valor presente del flujo de

caja, esperado derivado de la actividad operativa de la empresa.

Los fundamentos de la teoría de valuación en un mundo de incertidumbre, son desarrollados por Modigliani & Miller (1958), en sus famosas proposiciones I y II. A su vez, el principio fundamental sobre valuación de acciones, también es expuesto por estos mismos autores (Modigliani & Miller, 1961). Así mismo, Stewart (1991) denomina flujo de caja libre al efectivo generado por la actividad operativa de la empresa, después de deducir impuestos e inversiones, el cual queda disponible para los inversionistas. Frente a estos preceptos, el objetivo del trabajo es presentar los fundamentos de la ventaja competitiva y su efecto en la creación de valor, por medio de la estrategia. Su principal aporte es conectar la teoría de la valoración de empresas, en lo referente al valor de continuidad, con la formulación de la estrategia, lo cual puede ser útil para los responsables de los procesos de negociación de empresas.

El documento consta de cuatro partes. La primera hace una introducción al tema. La segunda, se ha dedicado a presentar la teoría básica y a dar cuenta, en forma breve, de algunas reflexiones para significar la relevancia empírica. La tercera parte, muestra la conexión entre la estrategia y el valor del período de continuidad, en un ejercicio de valoración de empresas. Finalmente, se detallan las conclusiones.

Ventaja competitiva y creación de valor. Algunas consideraciones teóricas

Dos paradigmas han dominado los trabajos investigativos en el campo de los orígenes de la ventaja competitiva, uno de ellos se enfoca en el poder de mercado, y el otro enfatiza en la eficiencia.

En el paradigma del poder de mercado, dos modelos sobresalen: el modelo del atractivo del sector y el modelo de decisiones interactivas estratégicas. El primero tiene sus raíces en Mason (1949), quien plantea que para comprender la competencia es preciso analizar las diferentes estructuras de mercados; y en Bain (1959), autor que considera que el análisis de los mercados debe desarrollarse en el marco de la causalidad estructura-conducta-desempeño. Porter (2001), principal representante de esta escuela de pensamiento, observa que “las cinco fuerzas” motoras del atractivo de una industria, a saber: riesgo de entrada de nuevas empresas a la industria; el poder de negociación de los compradores; el poder de negociación de los proveedores; la amenaza de productos o servicios sustitutos; y, la rivalidad entre los actuales competidores, son factores que ejercen presión sobre los márgenes de ganancia de una empresa, en una determinada industria. En dicho modelo, el origen de la ventaja competitiva radica en el posicionamiento en una industria atractiva.

El origen del modelo de decisiones interactivas estratégicas, se remonta a Cournot (1838) y a Edgeworth (1881). Utiliza como herramienta, la teoría de juegos, formalizada como cuerpo teórico coherente por Neuman & Morgenstern (1944). En él, la ventaja competitiva radica en la integración de información, expectativas y comportamientos esperados de los competidores. En relación con la estrategia competitiva empresarial, representantes destacados de esta escuela son Shapiro (1989), junto con Nalebuff & Branderburger (1996).

En el paradigma de eficiencia se inscriben el modelo basado en recursos y el modelo de competencias. El primero trabajado por Penrose (1959) y Andrews (1986), surge ante las críticas hechas al modelo del atractivo del sector, por no tener en cuenta la dotación de recursos de la empresa, ni sus fortalezas internas. Los principales representantes de esta escuela de pensamiento son: Rumelt (1984); Teece, Pisano, & Shuen, (1997); Barney (1991); además de Fernández & Suárez (1996). En este modelo el origen de la ventaja competitiva, se sustenta en la heterogeneidad e inmovilidad de los recursos estratégicos. Con tales condiciones, los recursos son valiosos, raros, difíciles de imitar e imperfectamente sustituibles. Por ejemplo, en la medida que el recurso tecnológico patente, sea más complejo y especializado, mayor será la lealtad del grupo de investigadores y, más lenta, la difusión de la tecnología.

Para que tengan real impacto en los productos y mercados de la empresa, el enfoque basado en competencias considera que los recursos, requieren de habilidades y capacidades capaces de consolidar procesos de reconfiguración interna y externa de una empresa, para aprovechar nuevas oportunidades de negocios. Las raíces de este modelo se encuentran en Schumpeter (1934 y 1942), y su trabajo sobre los diferentes tipos de innovaciones. Representantes sobresalientes de dicha escuela son: Hamel & Prahalad (1990), Porter (1997), y Teece et al. (1997). Al respecto, Zornosa & Navarro dicen que "El enfoque basado en las competencias proporciona una base teórica para el análisis de los factores relativos a la propia empresa" (p.172).

Hamel et al. (1990) manifiestan que la tarea crítica de la administración es crear organizaciones capaces de idear productos que los clientes necesitan, pero que ellos no se los han aún imaginado. Además, los autores afirman que las empresas no compiten por mercados o por productos, sino por construir el futuro, lo cual implica mantener la continuidad de la empresa, pero creando las condiciones para el surgimiento de nuevas oportunidades de negocios; así, la organización se considera como una cartera de habilidades, destrezas y de competencias fundamentales.

Teece et al. (1997) acuñan el concepto de capacidades dinámicas, definién-

dolo como la habilidad para obtener nuevas formas de ventaja competitiva, por medio de la reconfiguración organizacional interna y externa, junto con el desarrollo de nuevos recursos y competencias flexibles, para enfrentar los requerimientos de un entorno en permanente cambio.

La fuente de ventaja competitiva se encuentra en el conjunto de conocimientos, habilidades, destrezas y competencias desarrolladas por una empresa, las cuales le permiten la definición de una senda, en concordancia con su historia y sus potencialidades.

Un resumen de los modelos mencionados, permite deducir que la creación de ventaja competitiva depende: 1) del atractivo del sector al cual pertenece la empresa; 2) del conocimiento a profundidad del negocio; 3) de la capacidad de gestión y calidad del equipo directivo; y, 4) de la interpretación del entorno general.

Consideraciones en torno a la ventaja competitiva

En relación a la ventaja competitiva, es preciso tener en cuenta las siguientes consideraciones:

- 1) Debe traducirse en productos o servicios que mejoren el desempeño del consumidor y que, por lo tanto, sean valorados por éste (propuesta de valor);
- 2) Debe permitir la apropiación de rentas (creación de valor), vía sobreprecio

o prima derivada de los atributos del producto o servicio, de la imagen corporativa o de incrementos en la eficiencia en el uso de los recursos requeridos para la prestación del servicio.

3) Se hace fundamental que los competidores no puedan duplicarla (sostenibilidad).

Formulación y valoración de la estrategia

Generalmente, la estrategia se define como el ajuste permanente entre recursos, calidad de gestión, competencias y oportunidades; con el propósito de obtener resultados sobresalientes. Es importante distinguir la formulación y la valoración de la estrategia (Rappaport, 2006). El tema de la formulación de la estrategia origina hipótesis acerca de cómo deben ser éstas para crear más valor. El marco sistemático para la formulación de la estrategia lo proporcionan los modelos de atractivo del sector, la teoría de juegos y el enfoque basado en recursos, con su variante de competencias.

La teoría de la empresa considera dos motivadores de la firma: los beneficios y el crecimiento. Sus límites se presentan por el lado de los costos, cuando se minimizan, es decir, cuando el costo promedio aumenta al incrementarse la producción; y, por el de los ingresos, cuando disminuyen al aumentar la producción. Porter et al. (2001), al tener en cuenta tanto los motivadores de la firma como el “análisis de las cinco

fuerzas”, afirma que la empresa dispone de tres estrategias genéricas para obtener un mejor desempeño que los competidores, que son: 1) liderazgo en costos, asociado al paradigma de eficiencia; 2) diferenciación, asociado al paradigma de poder de mercado; y, 3) enfoque o concentración, asociado a las competencias específicas para posicionar en la mente y corazón del cliente, la marca, la imagen corporativa y los valores institucionales. Porter et al. (1997) también sostiene que una estrategia genérica no conduce a un desempeño superior al promedio, si no es sostenible.

En cuanto a la valoración de la estrategia, el marco lo constituye el análisis marginal de ingresos y costos (Baye, 2006), o el valor agregado de cada decisión estratégica seleccionada, es decir, la integración, la asociatividad, la expansión, y las desinversiones (Copeland, et al., 2004).

Impulsores de la creación de valor

Un impulsor de valor es una variable que impacta el flujo de caja de la empresa. En la literatura sobre la gestión basada en valor, existe consenso de que el importe de valor creado por una organización, es determinado por el retorno sobre el capital invertido (ROIC), el porcentaje de crecimiento de los ingresos (g) y la capacidad para sostener ambos (Rappaport, 2006; Stewart, 1991; Copeland, T., Koller T. & Murrin, J., 2004; Damodaran, 1994;

Grinblatt & Titman, 2003; Brealey et al. 2008; Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010).

Retorno sobre el capital invertido (ROIC)

El ROIC es la tasa de rentabilidad generada por el capital invertido en la empresa, para el cumplimiento de su actividad operativa. Dicha tasa se obtiene aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{CI}} \quad (1)$$

Donde:

NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*), representa el efectivo generado por la actividad operativa de la empresa, después de deducir el impuesto sobre el beneficio operativo, pero antes de los costos de naturaleza financiera.

CI: es el importe acumulado que la empresa tiene invertido en su actividad de operación, básicamente en propiedad planta y equipo neto de operación (PPEN) y en capital de trabajo neto operativo (KTNO).

Tanto el NOPLAT como el CI, se obtienen transformando la información contenida en los estados financieros, con el doble propósito de separar las actividad de naturaleza operativa de la financiera, y pasar del lenguaje contable al lenguaje

del efectivo. Específicamente, se determinan así:

$$\text{NOPLAT} = \text{IO} - \text{CG} - \text{GD} + \text{IPOLO} - \text{ISBO} \quad (2)$$

Donde:

IO: ingresos de operación

CG: costos y gastos

GD: gastos de depreciación

IPOLO = intereses por operaciones de leasing operativas

ISBO = impuestos sobre los beneficios operativos

$$\text{CI} = \text{KTNO} + \text{PPEN} \quad (3)$$

CI se calcula incluyendo o no, el activo de naturaleza intangible, pero sin considerar como han sido financiados los activos de operación, Así mismo, por inversión neta (IN) se considera el incremento en CI entre dos períodos, como lo expresa la siguiente ecuación:

$$\text{IN} = \text{CI}_{t+1} - \text{CI}_t \quad (4)$$

La tasa de reinversión neta (TRN) es aquella porción del NOPLAT invertido en el negocio, y se obtiene aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{TRN} = \frac{\text{IN}}{\text{NOPLAT}} \quad (5)$$

Consideraciones respecto al ROIC

El impulsor de valor ROIC depende:

1) de consideraciones externas asociadas a la estructura del mercado

en el cual actúa la empresa, la cual afecta su conducta económica; 2) de consideraciones internas vinculadas a los recursos, calidad de gestión y competencias de la empresa, que inciden en su eficiencia y en su estructura de costos; y, 3) de la política de inversiones en activos operativos. Las dos últimas están vinculadas a problemas de funcionamiento y de planteamiento. Los problemas de funcionamiento se refieren a la gestión del capital de trabajo neto (inventarios, cartera, proveedores), crecimiento de ingresos y a la eficiencia en el manejo de los recursos de la empresa. A su vez, los problemas de planteamiento se vinculan a temas de capacidad instalada, dimensionamiento del tamaño de la empresa, crecimiento del portafolio de productos de la empresa y de los mercados, así como a su participación; en tal sentido, estas dificultades se relacionan con las inversiones en activos operativos.

La adopción de la estrategia seleccionada (diferenciación, costos, inversiones en activos de operación), impacta ya sea el precio de venta del producto o servicio o la tecnología de producción, y por esta vía el costo de producción y operación; o incluso, la productividad de la inversión en activos de operación de la empresa; por consiguiente, está vinculada a los problemas de funcionamiento y de planteamiento de la empresa. Tal

proceso se visualiza en la siguiente ecuación, presentada por Koller et al. (2010):

$$ROIC = [(1-t)] \times \left[\frac{(p-c)}{(\text{capital invertido por unidad})} \right] \quad (6)$$

Donde p: precio de venta por unidad

c : costo por unidad

y, t: tasa de impuestos

Crecimiento de los ingresos (g). Es la tasa a la cual el NOPLAT y el flujo de caja crecen cada año.

Penrose et al. (1959) afirman que el crecimiento de la firma se determina por desequilibrios internos, y que los límites a su crecimiento dependen de tres factores: la habilidad gerencial (condición dentro de la firma); los mercados de productos y factores (condición fuera de la firma); y, la incertidumbre y el riesgo (combinación de actitudes y de condiciones internas y externas de la firma).

Existen varios modelos para el cálculo de g: el modelo de crecimiento de dividendos; el modelo macroeconómico (tiene en cuenta el comportamiento de variables tipo macro); también se encuentra el modelo de tasa de crecimiento interna (lo máximo que deben crecer los ingresos de una empresa sin financiamiento externo de ninguna clase); y, el modelo de tasa de crecimiento sostenible (lo máximo

que deben crecer los ingresos de una empresa sin financiamiento de capital externo).

Para propósitos de valoración g , se obtiene por medio de la siguiente fórmula, en la cual se aprecia que está influenciado por los elementos determinantes del ROIC y por la tasa de reinversión neta.

$$g = ROIC \times TRN \quad (7)$$

$$TRN = \frac{g}{ROIC} \quad (8)$$

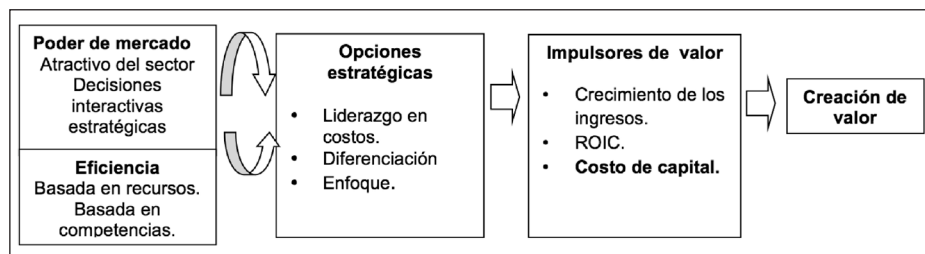
Sostenibilidad del ROIC y de la tasa de crecimiento de los ingresos

En mercados competitivos, el ROIC y g no se pueden sostener indefinidamente. Por su motivación de beneficio, los clientes y proveedores de factores de producción de la empresa, desean

disfrutar de parte de las rentas derivadas del crecimiento de los ingresos de la empresa, lo cual erosiona el flujo de caja y obliga a la empresa a renovar sus productos e iniciar un nuevo proceso estratégico. Por otro lado, de acuerdo con la teoría económica, en mercados competitivos, en el corto plazo, nuevas empresa quieren ingresar al mercado en cuestión, atraídas por la rentabilidad. Son definitivas para la sostenibilidad del ROIC y de g , el ciclo de vida del producto, la persistencia de la ventaja competitiva, el lanzamiento de nuevos productos, la exploración de nuevos mercados y la tasa de reinversión neta.

La Figura 1 muestra la transmisión de las fuentes de ventaja competitiva hacia la identificación de opciones estratégicas que, a su vez al implementarse, afectan los impulsores de valor.

Figura 1. Canal de transmisión de la formulación estratégica



Fuente: Elaborado por el autor sobre la base de los conceptos propuestos por Rappaport (2006).

Efecto de la estrategia en el valor del período de continuidad

Para realizar la valoración de una empresa, existen diferentes metodologías, algunas de naturaleza contable; otras consideran múltiplos relacionados con cifras de los estados financieros; y, algunas más recientes, utilizan el método de valoración de opciones, habida cuenta que los propietarios de una empresa tienen la opción de disfrutar de los beneficios futuros de su inversión; a más de estas, se encuentran aquellas más comunes, apoyadas en el teorema fundamental de la economía financiera, el cual postula que el valor de mercado de un activo es la sumatoria del valor presente de los flujos de efectivo futuros, derivados de dicho activo. Se conocen como metodologías basadas en el flujo de caja. Los principales métodos de este tipo son: el flujo de caja descontado de la empresa y el beneficio económico descontado; ambos producen los mismos resultados.

Modelo del flujo de caja descontado de la empresa

En este modelo, el valor de la empresa (V) se determina aplicando la siguiente fórmula:

$$V = VPFCPP + VPFCPC \quad (9)$$

Donde VPFCPP es el valor presente del flujo de caja libre durante el período de proyección.

VPFCPC: representa el valor presente del flujo de caja libre del período de continuidad.

Al resultado de V se le suma el valor presente de otros activos no operativos y se le deduce valor actual de la deuda de la empresa.

El flujo de caja libre (FCL) es la caja generada por la actividad operativa de la empresa, después de impuesto e inversiones, y que queda disponible para compensar a los inversionistas de la empresa.

$$FCL = NOPLAT + \text{Gastos operativos no pagados en efectivo} - IN \quad (10)$$

Como $NOPLAT + \text{Gastos operativos no pagados en efectivo} = \text{Flujo de caja bruto (FGB)}$, entonces:

$$FCL = FCB - I \quad (11)$$

Modelo del beneficio económico

En dicho modelo, el valor de la empresa se determina por:

$$V = CII + VPBEPP + VPBEPC \quad (12)$$

Donde: CII es el capital invertido al principio del período de proyección.

VPBEPP: se refiere al valor presente del beneficio económico durante el período de proyección

VPBEPC: constituye el valor presente del beneficio económico en el período de continuidad

Al resultado de V se suma el valor presente de otros activos no operativos y se le deduce valor actual de la deuda de la empresa.

El beneficio económico (BE) se obtiene así:

$$BE = CI (ROIC - \text{Costo medio ponderado de capital}) \quad (13)$$

$$ROIC \times CI = NOPLAT \quad (14)$$

El costo promedio ponderado de capital (CPPC) depende de la estimación de la estructura de capital de la empresa y de los costos asociados a sus diferentes fuentes de financiamiento; el costo del capital de los propietarios, puede ofrecer cierto grado de dificultad, sobre todo, por la consecución de la información requerida para aplicar los modelos que la teoría financiera ha desarrollado, para calcularlo.

El costo promedio ponderado de capital tiene varias interpretaciones. Una de ellas es que representa la tasa mínima de rendimiento solicitada por los inversionistas para sumas que impliquen el mismo riesgo. Financieramente, es la tasa marginal de sustitución entre el consumo actual y el consumo futuro y, por lo tanto, se usa para descontar flujos futuros de caja.

La estimación de la estructura de capital de la empresa y el cálculo del costo promedio ponderado de capital, precisan de la utilización de modelos sofisticados.

Estos aspectos van más allá de los propósitos del presente trabajo, por lo cual no se abordan.

Períodos de valoración

En la valoración de empresas, se distinguen tres períodos: el histórico, el de proyección y el de continuidad. La duración de las dos primeras fases depende del tipo de negocio, del ciclo de vida de la empresa, de la disponibilidad de la información, de los propósitos de los dueños de la empresa, entre otros. Ahora bien, en el período histórico, el gerente necesita actuar como gestor analizando la empresa desde la perspectiva interna, comparándola con referentes apropiados a la actividad de la empresa, con el fin de formular y valorar las opciones estratégicas desde el punto de vista corporativo, como de unidad de negocios.

La o las opciones estratégicas seleccionadas, se aplican en el período de proyección; por consiguiente, parece lógico que una empresa, cuyo origen de ventaja competitiva se encuentra en el atractivo del sector (ya sea en la explotación de recursos estratégico, o en un portafolio de competencias específicas), trate de aumentar su participación en el mercado, por medio de estrategias de

mejoramiento. Tales acciones implican inversiones en el desarrollo de nuevos productos, actividades de *marketing*, aumento de capacidad instalada, e inversión en capital de trabajo. Dichas inversiones reducen el flujo de caja, en el corto plazo, pero lo aumentan en el período de continuidad.

Si una empresa no tiene definida una ventaja competitiva sostenible, es normal que adopte estrategias de valoración de la empresa “como está”, sin mejoras, y disminuyendo significativamente su tasa de reinversión en activos operativos. Es posible que tal estrategia genere más efectivo a corto plazo, o en el período de proyección, pero un menor flujo de efectivo en el período de continuidad. Esto se refiere a que, es preciso distinguir entre estrategias para compañías nacientes, compañías maduras, en declinación, y aquellas en mercados globales.

El período de continuidad, se inicia una vez termine el período de proyección y, razonablemente, se espera en dicho período el disfrute pleno de la estrategia adoptada en el período de proyección. El valor del período de continuidad está vinculado a un patrón de flujo de efectivo conocido como perpetuidad creciente. El valor de continuidad (VC), en su versión estándar, se calcula aplicando la siguiente fórmula:

$$VC = NOPLAT_{t+1} \frac{g}{(1 - \frac{g}{RONIC})} \frac{1}{(CPPC - g)} \quad (15)$$

Donde: RONIC es la tasa de rentabilidad esperada sobre nuevas inversiones; se supone que CPPC sea mayor que g . El NOPLAT se afecta por la aplicación de las opciones estratégicas de diferenciación y de costos; el RONIC, por las inversiones en activos de operación; y, g , por los elementos ya comentados.

En relación con el valor de continuidad, existe suficiente evidencia empírica sobre los aspectos listados a continuación:

- El valor de continuidad representa el mayor importe del valor total de la empresa, en la mayoría de las industrias supera el 50%
- El valor de continuidad es afectado por las estrategias implementadas en el período de previsión.
- No existe una fórmula que capture adecuadamente el valor de continuidad.
- La duración del período de proyección redistribuye el valor de la empresa entre los períodos de proyección y de continuidad.
- El valor de continuidad varía con el ciclo de vida del negocio, su surgimiento, expansión, madurez, y su declinación.
- La decisión de valorar una empresa “como está”, con mejoras internas o con reestructuraciones financieras, repercute en el valor de continuidad.
- Teniendo en cuenta las fuentes de ventaja competitiva, los pos-

tulados de la teoría económica y las consideraciones mencionadas, en relación a los impulsores de valor, se pueden considerar tres resultados para evaluar el impacto de las opciones estrategias sobre el valor de continuidad.

Opciones estratégicas con valor presente neto cero

Esta situación se presenta en mercados competitivos, en los cuales, según la teoría económica, los beneficios en el largo plazo son nulos. Lo anterior no significa que la empresa obtenga resultados deficientes, sino que la industria tiene las características de competitiva. Tampoco señala que el crecimiento de la empresa sea cero, sino que el crecimiento no agrega valor.

Dentro de mercados competitivos, en condiciones de equilibrio de largo plazo, la dirección de la empresa debe enfocarse en resolver problemas de funcionamiento, pues los precios están dados y no hay atractivo para la entrada o salida de empresas del mercado.

Desde el punto de vista de valoración, una empresa en un mercado competitivo obtiene, en el período de continuidad, una rentabilidad igual al costo de capital, o sea, la tasa mínima de rendimiento requerida sobre sus inversiones. Tal condición quiere decir que las estrategias adoptadas en el período de proyección, gene-

ran un valor presente neto igual a cero, en el período de continuidad; algo similar al equilibrio competitivo, donde el precio es igual al costo marginal.

Ahora bien, partiendo de las fuentes de ventaja competitiva, la estrategia con valor presente neto cero, se produce por varios factores, a saber: la pérdida de atractivo del sector al cual pertenece la empresa, los recursos se convirtieron en homogéneos e imitables; o, las competencias dejaron de ser sostenibles.

Para una empresa en un mercado competitivo, su tasa neta de reinversión tiende a cero. Sin inversión, la capacidad de la empresa no aumenta y los costos no disminuyen, y ello afecta el NOPLAT.

La fórmula para el cálculo del valor de continuidad es la siguiente:

$$VC = \frac{NOPLAT_{t+1}}{CPPC} \quad (16)$$

Este modelo es conocido como de renta anual perpetua

Opciones estratégicas con valor presente neto positivo

Dicha situación se presenta en mercados no competitivos, en donde, según la teoría económica, los beneficios en el largo plazo son positivos. Esto indica que la empresa cuenta con poder mercado o capacidad para influir en el precio del bien, en cuyo

caso el precio es mayor que el costo marginal.

Para el caso de una estructura de mercado oligopolista, el producto o servicio de la empresa es diversificado y existen fuertes barreras de entrada al mercado, pero la dirección es responsable de decisiones estratégicas muy importantes relacionadas con la fijación de precios, la producción, y la inversión y comercialización del producto o servicio. En el caso de monopolio, el poder de mercado depende, principalmente, de la explotación de un recurso estratégico.

Desde el punto de vista de valoración, en un mercado no competitivo, la empresa obtiene en el período de continuidad, una rentabilidad mayor que el costo de capital. Ello significa que las estrategias adoptadas en el período de proyección, conservan en el período de continuidad, un valor presente neto positivo.

En mercados no competitivos, especialmente en el caso de oligopolio, la fuente de ventaja competitiva, es el paradigma de poder de mercado, sobre todo el modelo de decisiones interactivas estratégicas. Para una empresa perteneciente a una industria con poder de mercado, su tasa neta de reinversión tiende a ser positiva, ya que las nuevas inversiones si agregan valor. Para calcular el valor de continuidad, se aplica la fórmula (15). Dicho modelo se conoce como el de valor residual estándar.

Opciones estratégicas con valor presente neto positivo, teniendo en cuenta la inflación esperada

Esta situación se presenta también en mercados no competitivos, especialmente en el caso de competencia monopolista. Según la teoría económica, allí los beneficios son positivos en el largo plazo, pero no tan grandes.

En el caso de competencia monopolista, la empresa genera productos o servicios diferenciados, fácilmente sustituibles; pero además, en la industria existe libertad para la entrada y salida de competidores

Desde el punto de vista de valoración, la empresa obtiene en el período de continuidad, una rentabilidad mayor que el costo de capital, indicando que las estrategias adoptadas en el período de proyección, guardan en el período de continuidad, un valor presente neto positivo; ese mayor valor corresponde a la tasa de inflación esperada; es decir, las estrategias mantienen su poder adquisitivo.

Las empresas ubicadas en este tipo de mercado tienen, como fuente de ventaja competitiva, las competencias específicas. La tasa de reinversión de la empresa es igual a la tasa de inflación esperada. Para el cálculo del valor de continuidad se reemplaza en (15) g por h (tasa de inflación esperada), bajo el supuesto de h menor que g . Este modelo se denomina valor

residual anual perpetua ajustado por la inflación esperada.

El valor del período de continuidad se trae a valor presente, utilizando como tasa de descuento el costo de capital.

Resultados

El Anexo 1 presenta los datos de entrada para desarrollar el ejercicio de valoración, usando el método del flujo de caja descontado de la empresa. Se ha considerado como período histórico un año, y como período de proyección, cinco años. Aspectos como la determinación del costo de capital, requieren de un tratamiento amplio que escapa al alcance de este documento; por ello, se ha tomado como dado un 10%, el cual es similar a los estándares internacionales, si se consideran la tendencia a la disminución en las tasas de interés y la mejora en el riesgo país.

La inflación en Colombia ha mostrado estabilidad alrededor del 3% anual y, de acuerdo con los análisis del Banco de la República, esta cifra se mantendrá al futuro. El porcentaje de tasa de crecimiento de los ingresos es 7%, cifra cercana al promedio de las mil empresas más grandes de Colombia, en 2012 (Superintendencia de Sociedades, 2013).

El Anexo 2 muestra los resultados de la valoración (\$58.71 millones, no se considera deuda ni otros activos no operativos), utilizando el método de renta anual perpetua para el cál-

culo del valor presente del valor de continuidad.

Finalmente, el Anexo 3 muestra un comparativo de valoración, al aplicar los tres tipos de estrategias ya mencionados, para diferentes tasas de crecimiento de ingresos (g) y de retorno sobre el capital invertido (ROIC), se supone $ROIC = RONIC$.

Así, se observa que a mayor tasa de crecimiento de los ingresos y del ROIC, mayor es el valor de la empresa; lo mismo sucede con el valor de continuidad, considerando los tres métodos para su cálculo. En el caso de niveles bajos de g y de ROIC, el método estándar presenta mayores valores de continuidad, aunque las diferencias no son muy significativas entre los tres métodos. Pero, para niveles altos de g y de ROIC, las diferencias sí son significativas entre el método estándar y los otros dos.

Conclusiones

La literatura económica reconoce una conexión entre la ventaja competitiva, la estrategia y los impulsores de valor de una empresa, que impacta los estados financieros y, específicamente, la generación de flujo de caja.

Dos paradigmas han dominado las investigaciones explicativas acerca del vínculo ventaja competitiva y creación de valor: el primero, el paradigma de mercado; el otro es el de eficiencia.

Además, cabe resaltar que el análisis económico es un elemento fundamental para explicar el vínculo entre la estrategia y la creación de valor.

El diseño de las estrategias es producto de un ejercicio colectivo de reflexión, coordinado por el nivel superior de la empresa, en torno a la posición competitiva, realizado en el período histórico. La ejecución de la estrategia, es un proceso administrativo, y se lleva a cabo en el período de proyección; luego, se espera que tenga su plena realización en el período de continuidad.

La teoría económica de largo plazo, relacionada con la estructura de mercados y con la conducta económica de la empresa (decisiones de precios, producción, inversión, comercialización), evidencia una marcada influencia en los resultados obtenidos en el período de continuidad.

Los impulsores de creación de valor, el ROIC y la tasa de crecimiento de los ingresos operativos, son impactados por consideraciones externas vinculadas al atractivo de la industria, a la cual pertenece la empresa, así como por consideraciones internas relacionadas con la explotación, tanto de recursos estratégicos, como de competencias específicas.

El método estándar genera mayor valor de continuidad, sugiriendo una conexión entre los impulsores de valor

e industrias con poder de mercado, y con empresas con competencias específicas.

Bibliografía

ANDREWS, K. (1986). *El Concepto de Estrategia Corporativa*. Barcelona: Ediciones Orbis.

BAIN, J. (1959). *Barriers to New Competition*. Cambridge: Harvard University Press.

BARNEY, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantages. *Journal of Management*. 17(1), pp. 99-120.

BAYE, M. (2006). *Economía de Empresa*. México: Editorial Mc GrawHill.

BREALEY, R., MYERS, S., & ALLEN, F. (2008). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill, Irwin.

CAMISON, Z. & BORONAT, N. (2004). Factores Determinantes del Desempeño Organizativo: Efecto Industria, Incertidumbre y Competencias Distintivas. *Investigaciones Económicas de Dirección y Economía de Empresa*. 10(3), pp.127-143.

COURNOT, A. (1838). *Reserchessur les Principes Mathematiques des la Théorie des Richesses*. Paris: Hachete.

COPELAND T., KOLLER T. & MURRIN, J. (2004). *Valoración. Medición y Gestión de Valor*. Barcelona: Deusto.

- DAMODARAN, A. (1994). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- EDGEWORTH, F. (1881). *Mathematical Psychics: An Essay on the Application of Mathematics to the Moral Sciences*. Londres: Kegan Paul & Co.
- FERNÁNDEZ, Z. & SUÁREZ, I. (1996). La Estrategia de la Empresa desde una Perspectiva Basada en los Recursos. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. 5(3), pp. 73-92.
- GRINBLATT, M. & TITMAN, S. (2003). *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial*. México: Mc Graw Hill.
- HAMEL, G., DOZ, Y. L., & PRAHALAD, C.K. (1989). Collaborate with your Competitors and Win. *Harvard Business Review*. 67(1), pp. 133-139.
- HAMEL, G. & PRAHALAD, C. K. (1990). The Core Competences of the Corporation. *Harvard Business Review*. 68(3), pp. 79-91.
- _____. (1994). *Competing for the future*. Boston: Harvard Business School Press.
- KOLLER, T., GOEDHART, M. & WESSELS, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. , Hoboken:McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Inc.
- MARTIN J. & PETTY W. (2001). *La Gestión Basada en Valor*. Boston: Harvard Business School Press.
- MASON, E. (1949). The Current State of the Monopoly Problems in the United States. *Harvard Law Reviews*. 62(8), pp. 1265-1285
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.
- _____. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation Shares. *Journal of Business*. 34 (4), pp. 411-433.
- NALEFUFF, B. J. & BRANDERBURGER, A. M. (1996). *Coo-petencia*. Bogotá: Grupo Editorial Norma.
- PENROSE, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- PORTER, M. (1997). *Ventaja Competitiva. Creación y Sostenimiento de un Desempeño Superior.*, México: Cecsa.
- _____. (2001). *Estrategia Competitiva. Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. México: Cecsa.
- _____. (2006). *Estrategia y Ventaja Competitiva*. Barcelona: Ediciones Deusto.

- PRAHALAD, C. K. (2006). *Estrategia Corporativa*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- RAPPAPORT, A. (2006). *La Creación de Valor para el Accionista*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- RUMELT, R. (1984). Toward a Strategic Theory of the Firm. Competitive Strategic Management. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- SHAPIRO, C. (1989). The Theory of Business Strategy. *Journal of Economics*. 20(1), pp. 125-137.
- SCHUMPETER, J. A. (1934). *Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press.
- _____. *Capitalism, Socialism and Democracy*. Cambridge: Harvard University Press.
- STEWART, G.B(1991). *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York: HarperCollins Publishers, Inc.
- TEECE, D., PISANO, G. & SHUEN, A. (1997). Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*. 18(7), pp. 509-533.
- VON NEUMAN, J. & MORGENSTERN, O. (1953). *Game Theory and Economic Behavior*. Princeton: Princeton University Press.
- ZORNOSA, C. & NAVARRO, B. (2004). Factores Determinantes del Desempeño Organizativo: Efecto Industria, Incertidumbre y Competencias Distintivas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de Empresa*. 10(3), pp. 127-143.

Anexos

Anexo 1. Insumos para la valoración

Ventas último periodo (millones de pesos)	\$100,00
Tasa de crecimiento de los ingresos por ventas(g)	7%
Margen efectivo de la operación	8%
Tasa de Incremento en inversión en capital fijo*	22%
Tasa de Incremento en inversión en capital de trabajo neto operativo**	20%
Tasa de impuestos	33%
Tasa de inflación esperada(h)	3%
Costo promedio ponderado de capital	10%

Fuente: Elaboración por parte del autor.

* Incremento de inversión en capital fijo/incremento en ventas

** Incremento de inversión en capital de trabajo neto operativo/incremento en ventas

Anexo 2. Valoración utilizando método de renta anual perpetua

Conceptos	Período Histórico	Período de proyección				
		0	1	2	3	4
Ventas último período(millones de pesos)	\$100	\$107	\$114,49	\$122,50	\$131,08	\$140,26
NOPLAT	5,36	5,74	6,14	6,57	7,03	7,52
Incremento de inversión en capital fijo		1,54	1,65	1,76	1,89	2,02
Incremento de inversión en capital de trabajo neto operativo		1,40	1,50	1,60	1,72	1,84
Total Inversión neta		2,94	3,15	3,37	3,60	3,83
Flujo de caja libre		2,80	2,99	3,20	3,42	3,66
Valor actual		2,54	2,47	2,40	2,34	2,28
Valor actual acumulado		2,54	5,02	7,42	9,76	12,04
Valor residual al final del año t, t= 1....t=5 *		57,35	61,37	65,66	70,26	75,18
Valor actual del valor residual		\$ 52,14	\$ 50,72	\$ 49,33	\$ 47,99	\$ 46,68
Valor actual período de proyección + valor actual del valor de continuidad		\$ 54,68	\$ 55,73	\$ 56,75	\$ 57,74	\$ 58,71

Fuente: Elaboración por parte del autor, de acuerdo con resultados del Anexo 1.

*El cálculo se basa en el flujo de caja antes de la inversión neta.

Anexo 3. Valoración comparativa por método

		Método Renta anual perpetua		Método Estándar		Método Renta anual perpetua con inflación	
g %	ROIC %	Valor empresa	Valor de continuidad	Valor empresa	Valor de continuidad	Valor empresa	Valor de continuidad
4	13,27	\$ 56,37	\$40,49	\$ 64,91	\$49,03	\$ 62,43	\$46,56
5	13,40	\$ 57,12	\$ 42,48	\$ 70,56	\$ 55,92	\$ 64,09	\$49,45
6	13,53	\$ 57,90	\$ 44,54	\$ 79,04	\$65,68	\$ 65,85	\$52,49
7	13,66	\$ 58,71	\$ 46,68	\$ 93,17	\$ 81,14	\$ 67,71	\$ 55,68
8	13,78	\$ 59,55	\$ 48,90	\$ 121,44	\$ 110,79	\$ 69,67	\$ 59,02
9	13,91	\$ 60,41	\$ 51,21	\$ 206,24	\$ 197,03	\$ 71,75	\$ 62,54

Fuente: Elaboración por parte del autor, de acuerdo con resultados del Anexo 1.