

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

**Facultad de Ciencias Económicas**

**Escuela de Contaduría Pública**



**“PROPUESTA DE UNA GUIA PARA LA APLICACIÓN DE METODOS DE  
VALORACIÓN EN LA PEQUEÑA INDUSTRIA DEDICADA A LA  
FABRICACION DE ROPA EN LA ZONA METROPOLITANA DE SAN  
SALVADOR.”**

**TRABAJO DE INVESTIGACION PRESENTADO POR:**

PEREZ BURGOS, RAMON ORLANDO

HERRERA MARTINEZ, JOSE ISABEL

MANCIA FUERTE, CARLOS ALBERTO

PARA OPTAR AL GRADO DE

LICENCIADO EN CONTADURIA PUBLICA

SEPTIEMBRE DE 2005

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTROAMERICA

## **AUTORIDADES UNIVERSITARIAS**

Rectora : Dra. Maria Isabel Rodríguez

Secretario General : Licda. Alicia Margarita Rivas  
de Recinos

Facultad de Ciencias Económicas

Decano : Lic. Emilio Recinos Fuentes

Secretaria : Licda. Vilma Yolanda Vásquez  
de Del Cid

Docente Director : Lic. José Gustavo Benítez

Coordinador del Seminario : Lic. Álvaro Edgardo Calero  
Rodas

Docente Observador : Lic. Álvaro Edgardo Calero  
Rodas

Septiembre de 2005

San Salvador

El Salvador

Centro América

AGRADECIMIENTOS Y DEDICATORIAS

**RAMON ORLANDO PEREZ BURGOS**

A DIOS TODOPODEROSO, AL  
SEÑOR JESUCRISTO, AL  
ESPÍRITU SANTO Y A LA  
SANTÍSIMA VIRGEN MARÍA

Por estar siempre conmigo, en cada instante de mi vida y sobretodo durante el transcurso de mis estudios universitarios, dándome sabiduría y aliento aún en las circunstancias duras y adversas que se presentaron, cambiando el rumbo de mi vida y brindándome agradables experiencias, permitiéndome así, finalizar exitosamente. Gracias por siempre.

A MIS PADRES SILVIA EVELYN  
BURGOS GONZÁLEZ Y JOSÉ  
ORLANDO PÉREZ Y HERMANO  
ELMER ALEXIS PÉREZ BURGOS.

Por su incondicional aprecio y apoyo moral, sacrificio y continuo esmero por verme en las mejores condiciones y por lo cual logrado llegar hasta estos términos.

A MIS ABUELOS JOSÉ RAMÓN  
BURGOS BARILLAS Y MARÍA  
ESPERANZA GONZÁLEZ Y TODOS  
MIS FAMILIARES.

Por todas sus oraciones, sacrificio, comprensión, consejo y apoyo constante e incondicional en todos los aspectos. Brindándome además confianza y motivación.

A MIS COMPAÑEROS JOSÉ ISABEL  
HERRERA MARTÍNEZ Y CARLOS  
ALBERTO MANCÍA FUERTE

Por su ayuda y confianza en el desarrollo de este trabajo.

A TODOS MIS AMIGOS Y AMIGAS,  
COMPAÑEROS Y COMPAÑERAS.

Por su apoyo y colaboración de una forma u otra al logro de este éxito.

JOSE ISABEL HERRERA MARTINEZ

**A DIOS PADRE, JESUCRISTO Y  
A LA VIRGEN DE GUADALUPE:**

Por haberme guiado dándome fuerza, sabiduría y fortaleza por haber logrado este triunfo académico.

**A MIS PADRES RAFAEL ANTONIO  
HERRERA Y VICTORIA ESTER  
MARTINEZ DE HERRERA:**

Por haberme dado vida, comprensión, gran amor y su apoyo incondicional en los momentos mas difíciles.

**A MIS HERMANOS MARIO  
ALEJANDRO HERRERA MARTINEZ Y  
HENRY NOE HERRERA MARTINEZ:**

Por creer en mi, apoyarme y motivarme siempre.

**FAMILIARES Y AMIGOS**

Por que de una u otra manera contribuyeron al logro de esta meta.

**CARLOS ALBERTO MANCIA FUERTE**

A DIOS TODOPODEROSO

Por estar siempre a mi lado dándome sabiduría, paciencia, perseverancia y sobre todo amor para la realización de este logro.

A MIS AMADOS PADRES

**Amalia Fuerte de Mancía**

**Alberto Armando Mancía**

Por acompañarme en cada momento de mi vida, por su cariño, dedicación y sacrificio para poder culminar esta etapa de mi vida.

A MI AMADA ESPOSA

**Guadalupe Martínez**

Por su apoyo incondicional, por amarme, cuidarme y compartir conmigo todas las alegrías y dificultades para alcanzar este triunfo.

A MIS HERMANOS

Que siempre han estado muy pendientes de mí mostrándome su cariño y amor.

A MIS FAMILIARES

Por creer siempre en mí y brindarme su mano cada instante de mi vida.

A MIS AMIGOS

Por confiar siempre en mí e impulsarme a lograr mis objetivos.

## INDICE

	Pág.
INTRODUCCION	i
CAPITULO I: MARCO TEORICO	
A. ANTECEDENTES Y FUNDAMENTOS TEORICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.	1
1. Antecedentes	1
2. Valoración de Empresas	7
2.1 El Valor	11
2.2 Definiciones de Valoración de Empresas.	13
2.3 Factores que Inciden en la Decisión de Valorar las Empresas	15
2.3.1 Aspectos a considerar en la valoración de Empresas.	18
2.4 Métodos de Valoración de Empresas	20
2.4.1 Métodos Tradicionales	23
2.4.1.1 Valor de Liquidación	23
2.4.1.2 Valor de Reemplazo	24
2.4.2 Métodos Analíticos	25
2.4.2.1 Valor Neto Contable (VNC)	27
2.4.2.2 Valor Neto Contable Corregido. (VNCC)	28
2.4.3 Métodos de Rendimiento	31

2.4.3.1	Valoración por Actualización de Flujos de Fondos (VA)	33
2.4.4	Métodos Mixtos	41
2.4.4.1	Método Directo	42
2.4.4.2	Método Indirecto	43
2.4.5	Valoración por Múltiplos y Ratios	43
2.4.5.1	Múltiplos de Valoración	43
2.4.5.2	Múltiplos de Transacciones Comparables	47
2.4.5.3	Ratios de Factores de Éxito por Sectores	48
2.4.6	El Método Del Valor Económico Agregado (EVA)	49
B.	ANTECEDENTES HISTORICOS Y APORTE DEL SECTOR INDUSTRIAL DEDICADO A LA FABRICACION DE ROPA.	56
1.	Antecedentes Históricos del Sector Industrial Salvadoreño.	56
1.1	La Industria Textil y la Industria de la Fabricación de Ropa en El Salvador	58
1.2	Contribución y Desarrollo en la Economía Salvadoreña en la Actualidad	60

C. DEFINICIONES, CRITERIOS DE CLASIFICACION Y CARACTERÍSTICAS DE LA PEQUEÑA EMPRESA EN EL SALVADOR.	63
1. Definiciones Básicas de Empresa	63
2. Definición y Criterios de Clasificación de la Pequeña Empresa en El Salvador	65
3. Características de las Pequeñas Empresas	67
CAPITULO II: DISEÑO METODOLOGICO	
A. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	70
1. Objetivo General	70
2. Objetivos Específicos	70
B. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	71
1. Método Hipotético Deductivo	71
2. Tipo de estudio	71
3. Área de Estudio	73
4. Tipo de Investigación	73
5. Población y Muestra	73
5.1 Población	73



5.2 Muestra	74
6. Recopilación de datos.	76
7. Tabulación y Análisis de los datos.	77
8. Diagnostico de la Investigación	103
CAPITULO III: PROPUESTA DE UNA GUIA PARA LA APLICACIÓN DE METODOS DE VALORACIÓN EN LA PEQUEÑA INDUSTRIA DEDICADA A LA FABRICACION DE ROPA EN LA ZONA METROPOLITANA DE SAN SALVADOR.	
1.Consideraciones Generales	107
1.1 Objetivo	108
2. Determinación del Método	108
3. Esquema Teórico de los Procedimientos en la determinación del Valor de la Empresa.	109
3.1 Conocimiento de la Empresa	109
Generalidades	109
Momento de Valoración Seleccionado.	110
Evolución de la Situación Financiera.	111
Análisis del Estado Actual.	111
Otros Aspectos a Considerar.	112
Cálculo del Valor Neto Contable.	112
3.3 Determinación Del Flujo De Fondos Proyectado.	114
3.3.1 Información General	114
3.3.2 Índices Necesarios Para El Flujo	115

3.3.3.	Composición De Los Elementos Del	
	Flujo De Fondos	116
3.3.4.	Modelo Del Flujo De Efectivo	117
3.3.5.	Determinación de la tasa de actualización	118
3.3.6	Actualización De Los Flujos De Fondos	119
4.	Caso Práctico del Proceso de Valoración de Empresas	120
4.1.	Conocimiento de la Empresa.	120
	Generalidades	120
	Momento de Valoración Seleccionado	120
	Evolución de la Situación Financiera.	
	(2001-2003)	121
	Análisis del Estado Actual.	123
4.2.	Cálculo del Valor Neto Contable.	123
4.3.	Cálculo Del Flujo De Fondos	128
4.3.1	Información General	128
4.3.2	Cálculo de Índices para el flujo	
	de efectivo	128
4.3.3.	Datos Generales	130
4.3.4.	Cálculo De Proyecciones	134
4.3.5.	Determinación De La Tasa De Actualización	139
	4.3.6. Actualización Del Flujo De Fondos	141

## CAPITULO IV: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A. Conclusiones	143
B. Recomendaciones	147
BIBLIOGRAFÍA	150
ANEXOS	



## INTRODUCCIÓN

El desarrollo de una nación se cimenta en el crecimiento económico, que a su vez toma como parámetro de medición principal, la producción de bienes y servicios. Para la generación de esta producción es necesario todo un sistema de unidades productivas que brinden la diversificación suficiente para la satisfacción de las necesidades. Dichas unidades son las empresas mismas, quienes en diferentes status, ya sea grandes, medianas, pequeñas o micros operan en diferentes sectores. Una contribución importante es el de los pequeños y microempresarios, sobretodo por su aporte y capacidad en la generación de empleo. Precisamente, este es el punto de partida para la concepción de una investigación que tiene como objeto de estudio a la pequeña empresa.

No cabe duda que el crecimiento de un sistema depende del desempeño y funcionamiento de todos sus elementos, por ende en el desarrollo de un país inciden los niveles de perfeccionamiento de sus unidades más pequeñas. Es por tal razón que el presente trabajo tiene como propósito principal, contribuir al desarrollo de la pequeña empresa dedicada a la fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador a

través de la propuesta de una guía para la aplicación de métodos de valoración de empresas para la adecuada toma de decisiones.

La pequeña industria en este sector, se ha desarrollado en las últimas décadas y se hace necesario el conocimiento técnico para valorar apropiadamente dichos negocios, considerando elementos característicos de la industria que no poseen las pequeñas empresas en otro sector.

En la primera parte del trabajo se presenta el Marco Teórico que sustenta la investigación, explicándose algunos antecedentes y datos generales. Por otra parte, se describe el diseño metodológico que se ha utilizado para la realización del estudio, efectuándose una tabulación y análisis de la información de campo recopilada y consecuentemente el diagnóstico mediante el cual se toman los elementos para la elaboración del caso práctico como resultado de la investigación, y que es el punto medular de la misma. Posteriormente se exponen las conclusiones y recomendaciones para que finalmente se presenten la bibliografía relacionada y los anexos.

## CAPITULO I

### MARCO TEORICO

#### A. ANTECEDENTES Y FUNDAMENTOS TEORICOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.

##### 1. ANTECEDENTES / <sup>1</sup>

El proceso de valoración de empresas a lo largo de su desarrollo, se ha relacionado con la teoría de las decisiones financieras. Esta se puede contemplar en dos grandes etapas o periodos que son: La visión descriptiva de las finanzas empresariales hasta la segunda guerra mundial y la cimentación y expansión de las modernas teorías empresariales después de ella.

Durante la primera etapa, la investigación en el campo de las finanzas es muy limitada hasta el siglo XIX. No obstante, es en este tiempo cuando avanza en gran medida la Teoría Económica. En este periodo surge el llamado modelo clásico de la mano de Adam Smith en su libro "La Riqueza de las Naciones", y a partir de ahí le siguen otros economistas como Wicksell y Marshall, con este último es que se da por finalizada la era de la economía clásica con su libro "Principios de Economía".

---

<sup>1</sup> Tomado de "Historia de la teoría de las decisiones financieras" [www.5campus.com](http://www.5campus.com)

Mientras tanto en el campo de las finanzas hasta principios del siglo XIX, los gerentes financieros se dedicaban a llevar libros de Contabilidad o a controlar la Teneduría, siendo su principal función buscar financiamiento para las empresas cuando fuese necesario.

En 1929 la economía se encuentra inmersa en una crisis internacional. La situación de la bolsa de Nueva York era caótica y la Política Económica llevada a cabo contribuyó a agravar la crisis, los grupos financieros norteamericanos y británicos se encontraban enfrentados ya que al conceder préstamos sin prudencia crearon un ambiente de solidez e inestabilidad inexistente, asimismo se produjo una subida de los tipos de interés estadounidenses que llevó a la paralización de los préstamos al exterior, lo que generó una agravación económica en los países que habían recibido estos préstamos. Es fácil suponer que en un ambiente como este las empresas tuviesen problemas de financiación, quiebras y liquidaciones, por lo tanto el objetivo para ellas era la solvencia y reducir el endeudamiento. Es decir, se busca que exista la máxima similitud en la cantidad de capitales propios y fondos ajenos.

En ese momento Arthur Stone Dewing da a conocer esta visión tradicional de las Finanzas basada en una metodología, que describe la realidad, con profundo énfasis en aspectos externos,



legales e institucionales, así como en procesos excepcionales para las empresas como quiebras, fusiones, absorciones y consolidaciones. A pesar de que en su trabajo muestra cierta inquietud a cerca de la estructura financiera y la política del reparto de dividendos, es una visión que no aborda la toma de decisiones financieras dada la situación de inestabilidad que vivían las empresas.

De esta época es la obra del profesor Erich Schneider *Inversión e Interés* (1944), en la que se elabora la metodología para el Análisis de las Inversiones y se establecen los criterios de Decisión Financiera que dan lugar a la maximización del valor de la empresa. En su trabajo se pone de manifiesto la teoría de que la inversión viene definida por su corriente de cobros y pagos, es decir, por sus flujos de efectivo.

Entre los años cincuenta y la crisis energética de 1973 se vive un ciclo de expansión en la economía, en el que la empresa tiene una gran expansión y se asientan las bases de las finanzas actuales. En este período de alza los objetivos que priman son los de rentabilidad, crecimiento y diversificación internacional, frente a los objetivos de solvencia y liquidez como se mencionó anteriormente.

Otro destacado trabajo en este lapso de tiempo es el de Franco Modigliani y Merton Millar (1958), quienes defienden que el

endeudamiento de la empresa en relación con sus fondos propios no influye en el valor de las acciones. No obstante en 1963 rectifican su modelo, dando entrada al impuesto de sociedades.

En los años sesenta se empieza a ver el efecto de las investigaciones realizadas en la década anterior, estudios en ambiente de certeza que en la década servirán de base a los realizados en ambiente de riesgo e incertidumbre. En esta década se produce definitivamente un desarrollo científico de la Administración Financiera de Empresas, con múltiples investigaciones, resultados y valoraciones empíricas, imponiéndose la Técnica Matemática como el instrumento adecuado para el estudio de la Economía Financiera Empresarial en los cuales se destacan los métodos de valoración de empresas.

La Teoría de Valoración de Opciones tuvo su origen con las investigaciones de Black y Scholes en 1973, quienes sostienen que una opción es un contrato por el cual una persona adquiere el derecho de comprar o vender un bien determinado a precio prefijado y en un período específico. En valores mobiliarios se demuestra que los factores que determinan el valor de una opción son el precio actual del título, el precio prefijado, el tipo de interés libre de riesgo, la volatilidad del título y el período de ejecución.

Durante la década de los setenta Jensen y Meckling (1976) comienzan a dibujar la Teoría de Agencia, que es aquella en la que se ven envueltos los propietarios del capital (principal) y los directivos (agentes). El problema en esta situación es el conflicto de intereses entre los participantes, el principal delega responsabilidades en el agente, y tiene que establecer un contrato con el agente de modo que éste último lleve a cabo su labor a fin de llegar al objetivo del principal. Pero de todo ello se derivan unos costos de supervisión por parte del principal al agente, unos costos de influencia y unos costos de pérdida de eficiencia. Estos costos se derivan de que el trabajo realizado por el agente no siempre es observable por el principal, y si lo es puede llegar a ser muy costoso, en cuanto a las relaciones entre los distintos colectivos dentro de la empresa y de las desviaciones de las actuaciones de los agentes en relación con el esfuerzo óptimo. En esta descripción de la evolución de las decisiones financieras se determina que el objetivo de la Gestión Financiera es maximizar el valor de mercado de la empresa y medirlo mediante los métodos y técnicas de valoración, entre los que se incluye el valor económico agregado (EVA) que consiste en medir la gestión de la misma a través de su rentabilidad. Además se considera que este objetivo no está en contradicción frontal con las propuestas de la Teoría de Agencia sobre compensaciones económicas al agente, por lo que

podría afirmarse que su realización va a lograr que también se cumplan estos otros, en líneas generales. Así lo afirma también Cuervo (1979) cuando señala que la compensación de la dirección es acorde con la maximización de la riqueza de los accionistas de la empresa.

En la década de los ochenta y de los noventa, es brillante la investigación teórica y metodológica de los aspectos anteriores, así como la diversidad de validaciones empíricas, con sofisticados modelos de valoración y generalización de técnicas matemáticas y del uso de la Informática. Se acentúa el interés por la internacionalización de los fenómenos y decisiones financieras, dando lugar a numerosos trabajos sobre aspectos como el riesgo político y el riesgo de variabilidad del tipo de cambio de las monedas en las que opera la Gestión Financiera Internacional.

Titman y Wesseles (1989), realizan una investigación empírica sobre la estructura del capital, en la que llegan a conclusiones como la de que los costos de transacción pueden ser determinantes en la elección de la estructura de capital, sobre todo en pequeñas empresas al emitir instrumentos financieros a largo plazo.

En este lapso de tiempo, la teoría y práctica de la valoración de empresas seguía centrada alrededor de métodos muy clásicos y

algo obsoletos, tales como los enfoques estáticos o de balances y los modelos mixtos como el alemán o directo y el anglosajón o indirecto. Dichos métodos se han ido superando en la actualidad, aunque es necesario destacar que siguen siendo de mucha utilidad cuando la valoración va dirigida a pequeños negocios, ya que proporcionan puntos de partida en el proceso de valoración de los mismos.

Hoy en día, la metodología basada en el descuento de los flujos de caja parece indiscutible y es la más congruente y sólida en cuanto a sus fundamentos teóricos. Por esta línea han pretendido progresar Martín Marín y Trujillo Ponce (2000) en su obra "Manual de valoración de empresas".

## **2. VALORACIÓN DE EMPRESAS**

El proceso relacionado a la valoración de empresas ha evolucionado muchísimo en las dos últimas décadas, disponiéndose en la actualidad de una amplia variedad de métodos y técnicas que a la vez que son soportes adicionales confiables al proceso de Inversión, también tienden a minimizar algunos aspectos subjetivos correspondientes a este tipo de evaluaciones. En buena medida estos nuevos y más desarrollados estudios están vinculados con el fenómeno de la globalización y el consecuente avance de nuevas tecnologías. El proceso de la globalización, ha potenciado de manera creciente y voluminosa acuerdos de fusión y

absorción de empresas; con las tecnologías de punta, porque permiten tratar con mas ahínco los cálculos propios de la realidad de la actividad empresarial de hoy.

Esta rama de estudios en relación con la Teoría Económica de Finanzas se orientó al conocimiento de los beneficios empresariales de acuerdo a las técnicas contables. Hoy en día, a estos supuestos de base se añaden consideraciones relativas a los flujos de caja recurrentes que genera la exploración de la empresa, y también otras consideraciones complementarias.

El fundamento teórico disponible, sobre todo en el ámbito conceptual, resulta fácilmente aplicable y adaptable para todos aquellos casos referentes a empresas que "tienen historia"; es decir, empresas que a lo largo del tiempo han ido ejercitando su actividad, la cual recogida en sus estados contables y debidamente auditados, permite proyecciones futuras en función de las características observadas, en cada organización. En cambio, la aplicación de estos resultados es más problemática para todas esas actividades que ahora definen lo que se ha dado en llamar Nueva Economía, porque las empresas representativas no tienen historia.

Las empresas de la vieja economía son, pues, susceptibles de valoraciones con criterios de carácter objetivo, con independencia, desde luego, de la bondad de aplicaciones específicas. La nueva economía, en el mejor de los casos, tiene que someterse, hoy por hoy, a criterios subjetivos y plantear los correspondientes resultados en función de otros datos tales como el contenido de la compañía, su eficiencia comparativa y la veracidad de los beneficios proyectados, los cuales han de ser contrastados mediante indicadores a medida que el negocio vaya avanzando. Con todo, el conocimiento de técnicas de análisis relativo a la valoración de empresas, con los complementos añadidos, es igualmente de utilidad para establecer las bases para un buen diagnóstico.

Hace algún tiempo se debatía entre algunos autores sobre si valorar empresas era y es un arte o una ciencia. Los partidarios de la segunda opinión llegaron a diseñar modelos automáticos de valoración en los que bastaba insertar los datos originales para concluir con una apreciación cuantitativa puntual.

Los aspectos cualitativos de la empresa, la calidad de sus equipos humanos, los denominados activos comerciales (imagen, ubicación, lealtad de los clientes, etc.), constituyen elementos de significativo valor, ya que contribuyen de forma notable a la

consecución de resultados. Sin embargo estos factores del éxito o fracaso empresarial no son contemplados por los sistemas de contabilidad, cosa que hace problemática su valoración cuantitativa evidentemente, por las características del objeto a conocer, será necesario indagar y estimar los diferentes elementos que componen la realidad de la empresa.

Defender esta postura significa reconocer el carácter útil y limitado de los métodos de valoración. Dentro de cada metodología y entre los diversos procedimientos de valoración existe una preocupación permanente por la adaptabilidad y aplicabilidad de los métodos a la especificidad de la empresa objeto de apreciación. Ante diferentes entornos y ante diferentes tipos de actividad empresarial, los métodos de valoración deben considerar tales circunstancias para estimar valores coherentes con las realidades estudiadas. Por tanto, los métodos deben de someterse a la evolución en su intento de adaptarse y aplicarse a nuevos sectores (sectores emergentes).

Los métodos constituyen un instrumento de amplia aceptación en el mundo profesional. Hoy en día los métodos de uso más frecuente en la valoración de cualquier tipo de activo, son los que consideran el valor presente de los flujos financieros netos y futuros que dicho activo genere. La metodología del descuento



de flujos es intachable desde la perspectiva científica y económica, y ello a sabiendas de los grandes riesgos de predicción que introduce la estimación de flujos futuros.

No sólo razones de globalización e internacionalización han potenciado las relaciones inter empresas y los procesos de valoración a ellas asociados, sino, lo más importante para la gestión empresarial, es el hecho de que el valor de la empresa, verdadera expresión de lo que las organizaciones hacen y de cómo lo hacen es el objetivo único y básico, tanto para el propietario de la empresa (accionista) como para su administrador. La moderna dirección empresarial no se conforma con mejorar la cuenta de resultados de un año, necesita asegurar esa mejora durante varios años, de forma coordinada y coherente con la realidad de la empresa (lo que es) y su estrategia de futuro (lo que pretende ser).

## **2.1 EL VALOR**

Es importante antes de profundizar en lo que es la valoración de empresas, analizar ciertos aspectos que se relacionan con ella como son el valor, el costo y el precio.

Existe variedad de interpretaciones del valor pero, desde el punto de vista del economista, el valor es el grado de utilidad

o aptitud de las cosas para proporcionar beneficios o para satisfacer necesidades. De esta forma el valor de una empresa "es el grado de utilidad que esta proporciona a sus usuarios o propietarios"/<sup>2</sup>

Todo valor se transforma de manera directa a dinero, es decir se expresa en dinero que no es más que un acuerdo para facilitar la transacción de bienes y servicios, sin embargo, la extensión entre valor y precio.

El precio es el equivalente monetario de valor de equilibrio, el valor al que el comprador y vendedor estarán de acuerdo en el momento de realizar una transacción o intercambio, osea el valor que se paga por el bien o servicio en el mercado.

El costo de un bien representa la medida del total de recursos empleados para producirlo.

En el caso de ser un bien muy complejo resultaría más complicado establecer su costo, más aún cuando su elaboración dura a lo largo de un periodo de tiempo, dado que da lugar a agregar costos no homogéneos debido al paso de tiempo. En resumen el

---

<sup>2</sup>Alfonso A. Rojo. "La Valoración de empresas." [www.5campus.com](http://www.5campus.com). Pág. 1

valor de las cosas esta interrelacionado con dos elementos básicos:

1. La Utilidad de los bienes para el usuario de los mismos.
2. El Costo de obtención de dichos bienes.

Los elementos citados se conjugan a través de la oferta y la demanda en el mercado, donde influye de manera significativa la escasez de los bienes. De esta manera se puede afirmar que el valor es una función directa de estas variables.

## **2.2 DEFINICIONES DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.**

La valoración es un proceso a través del cual podemos asignar valor a las cosas, y que busca determinar el grado de utilidad que generará a sus usuarios o propietarios. De esta forma se puede decir que "la valoración de una empresa es el proceso para determinar su valor para los usuarios o propietarios."<sup>3</sup>

Asimismo Juan Marcareñes Pérez en su manual de adquisiciones y fusiones define la valoración de una empresa como la forma de medir la eficiencia de la gestión realizada por ella es decir al buen uso de los recursos del negocio y los resultados obtenidos en un periodo determinado.

---

<sup>3</sup> *Ibíd.*2 Pág. 2

La valoración de empresa no implica determinar el precio de éstas, ni tampoco su costo. El precio lo fijara una transacción en la que participe un comprador y un vendedor que se ponen de acuerdo en el monto del mismo. El costo se forma a través de hechos o eventos pasados quedando recogidos en valores contables, sin embargo estos no captan el paso del tiempo, esto es un costo heterogéneo.

El valor de una empresa esta dado por una función del grado de utilidad que se espera de ella, es decir de la inversión relacionada para alcanzar el nivel actual en el que se encuentra, así como también de la escasez que se representa por la medida en que las empresas se ofertan y se demandan según las necesidades y requisitos de un momento específico.

El valor o la utilidad de un negocio se mide generalmente desde el punto de vista económico-financiero, en términos monetarios debido a que la empresa se considera como un bien duradero. Las empresas son bienes complejos constituidos por elementos tangibles e intangibles (capital intelectual) que son difíciles de separar y que adquieren o generan con el objetivo de mantenerlos por tiempo indefinido, lo que depende de la forma de cómo se administre el negocio.

En consecuencia cuando se requiere analizar una empresa para su valoración se tendrá que considerar los siguientes aspectos:

1. Los distintos tipos de elementos que conforman la empresa o negocio:

- Los de naturaleza tangible, esto es, con carácter general, los recogidos en los estados contables de las empresas.
- Los de naturaleza intangible o capital intelectual, que son aquellos otros que no están recogidos, con carácter general, en los estados contables.

2. Las rentas que los anteriores elementos, adecuadamente conjugados, pueden generar en un futuro previsible, generalmente de duración limitada n.

3. El valor residual que cabe asignar a los elementos antedichos al final de las estimaciones de flujos de renta durante el período previsible n.

4. La tasa de descuento que debe ser aplicada para convertir las estimaciones de futuro en valores de hoy.

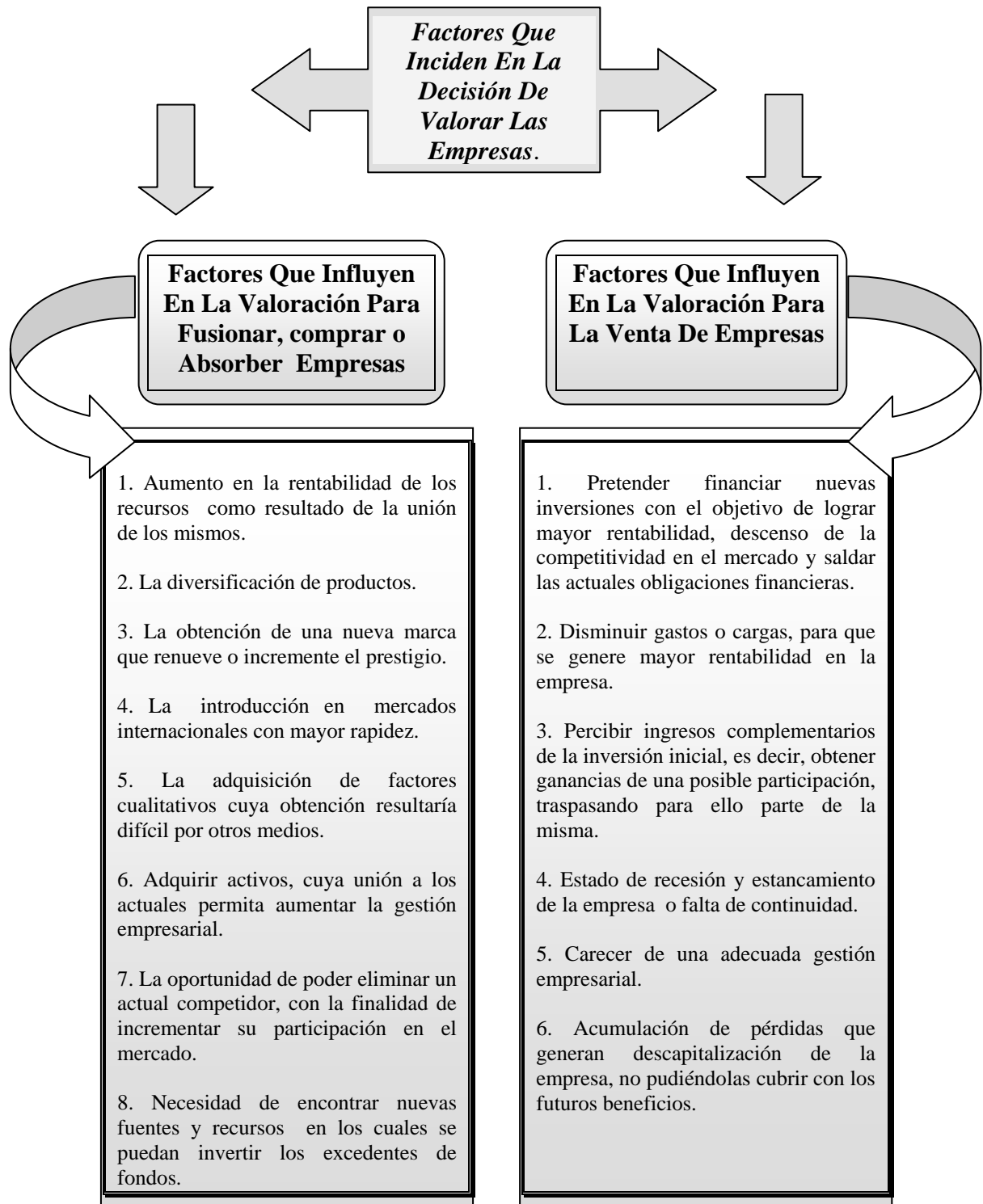
### **2.3 FACTORES QUE INCIDEN EN LA DECISIÓN DE VALORAR LAS EMPRESAS.**

La valoración de empresas se ha convertido en una tarea fundamental dentro del ámbito financiero. La importancia de esta

actividad radica en su capacidad para medir la gestión y perspectivas futuras de las compañías, así como la generación de valor para sus accionistas, y la adecuada toma de decisiones.

No existe una técnica única para realizar la valoración de empresas y este ejercicio requiere del valuador un amplio conocimiento de las técnicas analíticas, las variables macroeconómicas de los mercados en los que opera la empresa, la situación actual y previsiones futuras de la empresa en cuanto a productos y ciclo de vida por el que atraviesan, estructura divisional, capacidad de gestión de los directivos, etc. En definitiva, la valoración de empresas reviste una cierta complejidad, lo que provoca la obtención de unos resultados sujetos a incertidumbre y de una cierta inexactitud.

Además, se pueden obtener resultados divergentes en función de la metodología empleada. Muchas operaciones realizadas en el sector financiero requieren el cálculo del valor de las acciones de una empresa, como ocurre en los casos de fusiones, adquisiciones, salidas a bolsa, análisis de inversiones, etc. Por tal motivo se presentan a continuación factores que intervienen en la valoración cuando se presentan las operaciones señaladas anteriormente.



Es importante señalar la relación que existe entre los factores que generalmente dan origen al proceso de estudio y valoración de empresas, y que en un determinado momento pueden influir en las decisiones de la empresa en cuanto a sus planes de inversión pero también cuando la valoración de empresas se realiza en el contexto de expectativas de venta del negocio es necesario considerar ciertas circunstancias que influyen en el proceso de valoración y el marco de negociación, pues estas varían de acuerdo a los resultados que se persiguen.

Los aspectos citados deberán ser analizados muy cuidadosamente, pues pueden llegar a ser elementos determinantes en la venta e intervendrán en las condiciones que el vendedor desee imponer en dicha transacción.

### **2.3.1 ASPECTOS A CONSIDERAR EN LA VALORACIÓN DE EMPRESAS.**

Es necesario realizar un examen previo de la empresa que será objeto de estudio para poder determinar la metodología a seguir, y luego establecer algunos principios de valoración para la misma, que permitan realizar este proceso de una manera ordenada para obtener los resultados esperados.



**Aspectos a Considerar En La Valoración De Empresas.**

*CONOCIMIENTO DE LA EMPRESA*

- La empresa se encuentra en proceso de liquidación
- La empresa se desempeña con normal funcionamiento
- Se refiere a una empresa con resultados adversos.
- La empresa es nueva o de reciente implantación

*IDENTIFICACIÓN DE LOS DIFERENTES ESCENARIOS DE VALORACION*

- Valoración de empresas en funcionamiento.
- Valoración de acciones de una pequeña y mediana empresa.
- Valoración de acciones en el caso de fusión o absorción.

*PRINCIPIOS A SEGUIR EN LA VALORACIÓN DE EMPRESAS*

- Con relación al periodo al principio debe referirse siempre al momento seleccionado.
- Se debe desarrollar siempre bajo criterios de absoluta y estricta objetividad.
- Ser consistente en el criterio de valoración adoptado en cuanto a la aplicación constante del mismo.
- Diferenciar entre el valor constituido por los bienes e inversiones tangibles existentes durante la valoración y el valor basado en las posibilidades de generar beneficios futuros. Sin embargo, esto tendrá aplicación únicamente cuando se trate de evaluar empresas en funcionamiento y no tendría ningún sentido aplicarlo a una empresa que se va a extinguir.

## 1. CONOCIMIENTO DE LA EMPRESA

Considerar toda información referente al conocimiento de la situación en que se encuentre la empresa.

## 2. IDENTIFICACIÓN DE LOS DIFERENTES ESCENARIOS DE VALORACION

Es necesario identificar los diferentes escenarios de valoración que pueden presentarse, dado las condiciones de las empresas / <sup>4</sup>:

## 3. PRINCIPIOS A SEGUIR EN LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Así como lo definen Eliseo Santandreu y Pool Santandreu, todo proceso de valoración de empresas debe basarse en normas o principios que constituyen la base para aplicar los métodos de valoración.

### **2.4 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS**

Diferentes autores presentan variadas formas de valorar empresas mediante diferentes clasificaciones. Una clasificación está basada en los elementos del balance, conociéndose estos como Métodos de Valoración de Empresas a través del activo, a través del pasivo y Métodos basados en la plusvalía (Goodwill). Otra clasificación consiste en la agrupación a través de la fuente de

---

<sup>4</sup> Miguel Balmore. Valoración de Empresas. Trabajo de Graduación de Maestría en administración de empresas, año 2000, Pág. 4

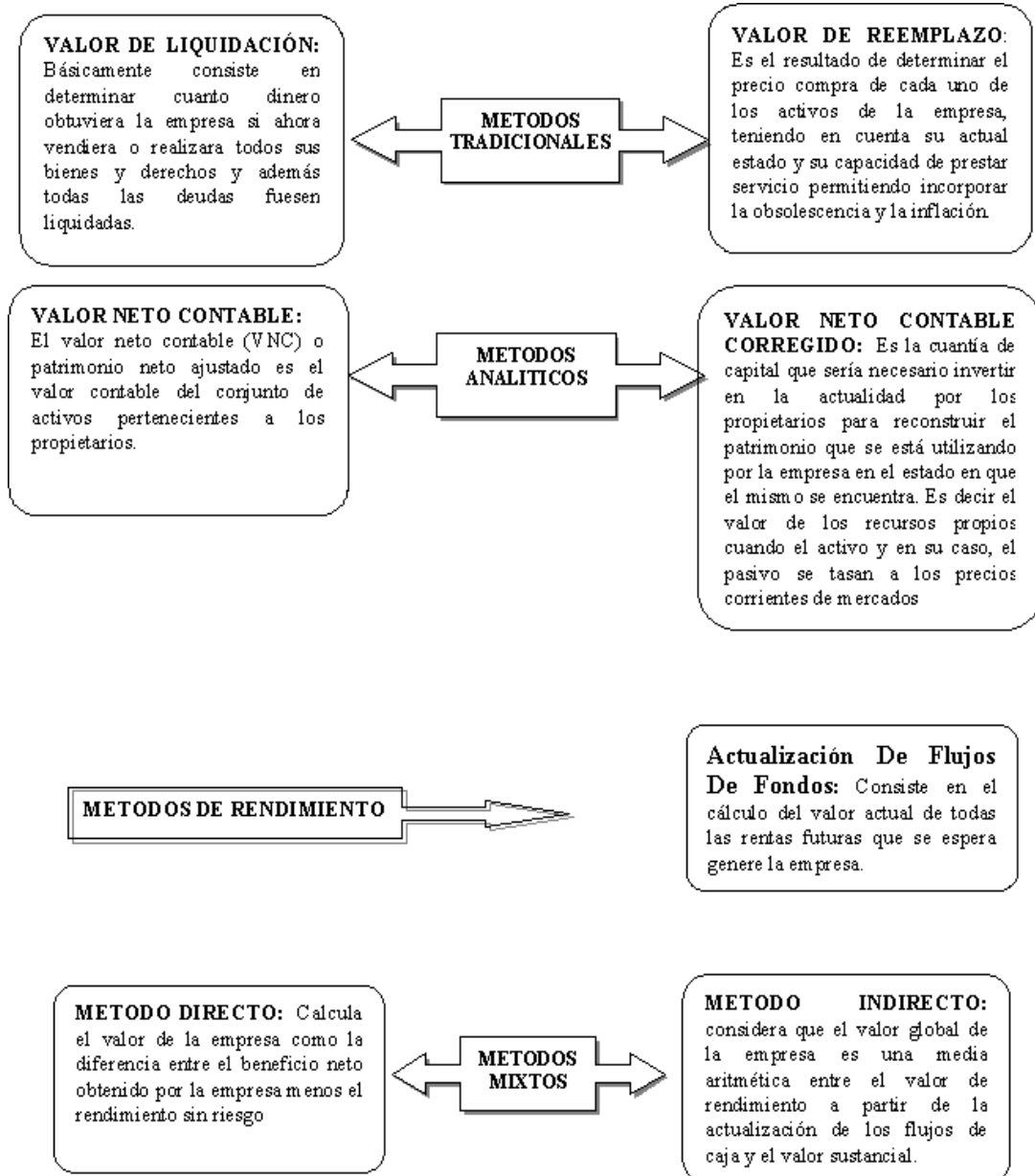
información para la determinación del valor: Métodos basados a través de la información contable y la tasación, Métodos de valoración basados en la información sobre los rendimientos y los basados en la información bursátil. Otra clasificación es la que distingue entre Métodos analíticos, Métodos de rendimiento y Métodos prácticos o mixtos de valoración, utilizando información interna; y para hacer referencias a apreciaciones y juicios externos el Método comparativo o de mercado de valoración.

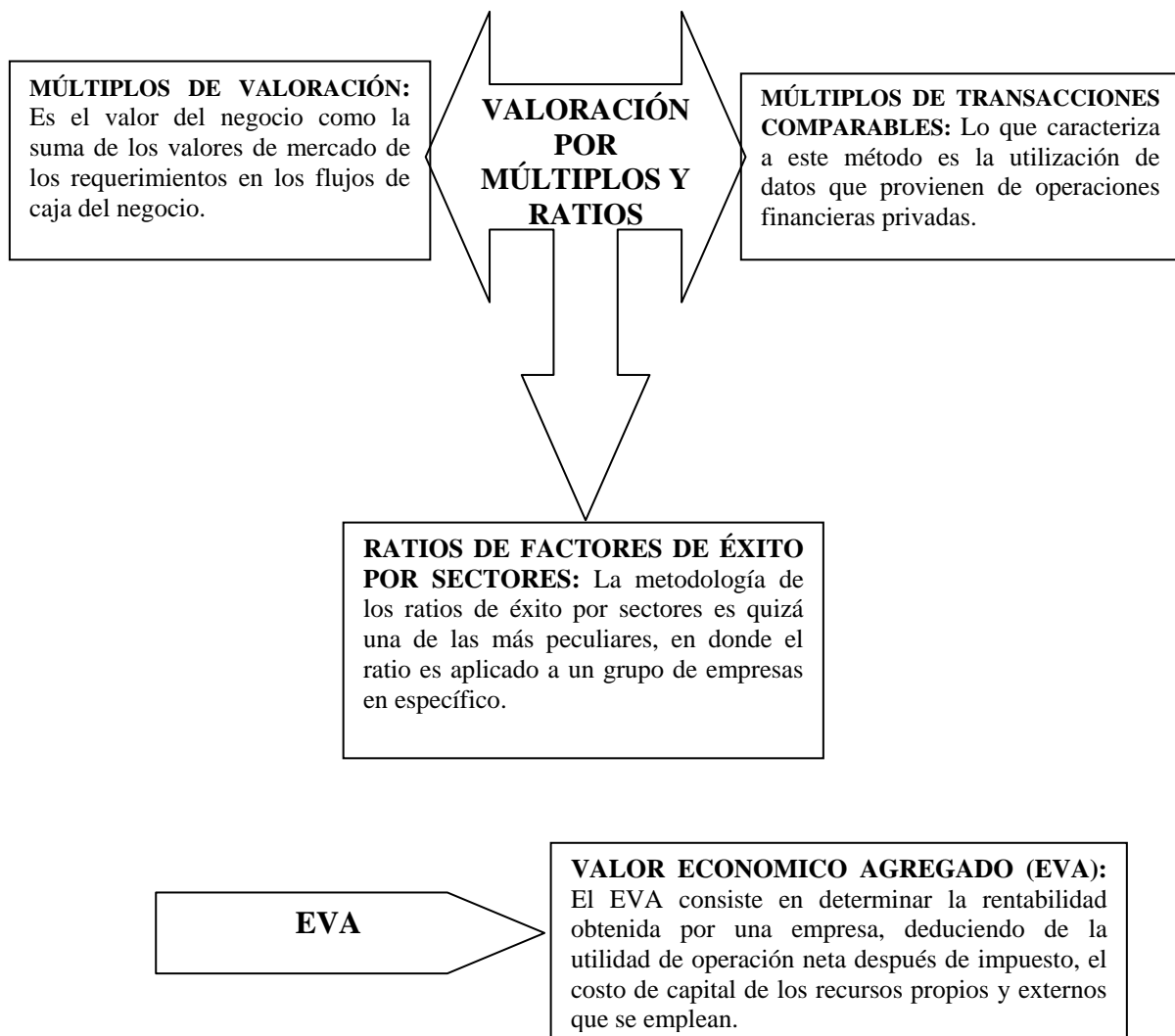
La intersección entre diferentes clasificaciones, deja un margen de puntos comunes, específicamente alguna coincidencia de métodos.

Por otra parte, se conocen métodos como el EVA cuya aplicación requiere la implantación de todo un sistema siendo más que un método un programa.

A continuación se explicará una serie de métodos que serán útiles para su análisis y adecuación necesarios en la investigación.

## DISEÑO ESQUEMATICO CONCEPTUAL DE LOS METODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS





#### 2.4.1 MÉTODOS TRADICIONALES

##### 2.4.1.1 VALOR DE LIQUIDACIÓN

Como un factor importante debe considerarse los costos en que se incurrirían para efectuar la venta.

Miguel B. Quijano Quijada en su trabajo de graduación correspondiente a la Maestría Administración Financiera

denominada Valoración de Empresas señala que el criterio del valor de liquidación es aplicable cuando se pretende valorar una empresa en estado de liquidación o quiebra. Cabe agregar que al igual que el método de valor contable y valor patrimonial, el valor de liquidación pueden señalarse como método estático, ya que si bien es cierto toma en cuenta la inflación y la obsolescencia no incluye el valor agregado o riqueza generada. El hecho de decir, que el valor de liquidación es el valor mínimo en que se puede adquirir cualquier negocio, encierra la idea general que como parámetro de medición representa este método.

#### **2.4.1.2 MÉTODO DEL VALOR DE REEMPLAZO.**

El Valor de reemplazo como su nombre lo dice es el resultado de considerar el valor de lo que serían nuevos bienes, comparándolos con los ya existentes, siguiendo el supuesto que su costo resultaría inferior. La creación de una compañía y entrar en los negocios, podría ser la premisa para la utilización de este método. Precisamente bajo este punto de vista el reemplazo puede ser importante. No obstante, es recomendado solo como punto de referencia mas que, como método de valoración.

### **2.4.2 MÉTODOS ANALÍTICOS**

Estos consideran los elementos tangibles individualizados de la empresa, a cada uno de los cuales se le asigna un valor y, posteriormente, en caso de conocerse, se le agrega el valor intangible correspondiente al capital intelectual, tradicionalmente denominado plusvalía o goodwill. Esto se puede expresar como la suma de los activos tangibles y los activos intangibles.

Los métodos analíticos de valoración, presentan la empresa como una serie de factores que conforman la estructura económica lista para la producción, la cual ha sido posible gracias a una determinada financiación. Tal estructura, en su enfoque, económico y financiero, aparece reflejada, cualitativa y cuantitativamente, a través del balance de situación general. Consecuentemente, el valor de la empresa ha de quedar expresado en tal balance como suma de todos y cada uno de los elementos que lo componen.

### **VENTAJAS**

La ventaja más inmediata suele ser su sencillez y, a menudo, comprensión por el usuario.

## DESVENTAJAS

Este punto de vista no toma en cuenta el transcurso del tiempo y su impacto en el valor y, sobre todo, en el precio de las cosas. Una limitante es que el balance no siempre constituye una razonable representación económica de la empresa en los aspectos mencionados anteriormente por muy diversas razones. Los problemas que se pueden plantear acerca de la valoración a través de métodos analíticos han dado lugar al desarrollo de lo que actualmente se conoce como Valor neto contable corregido (**VNCC**) o valor del patrimonio neto corregido, que se dice que es el más conocido y utilizado de los analíticos.

Aún suponiendo que el Balance recoge el justo valor de los elementos en él representados, tiene el inconveniente de no permitir mostrar el valor generado por otros factores que interactúan dentro de la organización, así tenemos por ejemplo el lugar donde concurre además de los bienes, el factor humano y social, la ubicación de la empresa, sus redes de distribución, su imagen, etc, o sea, el ya referenciado capital intelectual, o valores ocultos de la empresa, ya sea capital humano, estructural o clientela.



Otros problemas adicionales en la utilización de estos métodos, estriban en la elección de aquellos elementos de la empresa que se han de tomar para la valoración la elección de los índices correctores que se han de aplicar a las distintas partidas del balance.

#### **2.4.2.1 VALOR NETO CONTABLE (VNC)**

Su cálculo viene dado de la resta entre el Activo Total Real de la empresa y el pasivo exigible o recursos ajenos existentes en el momento de la valoración. La fórmula básica para el cálculo del valor contable se presenta de la siguiente manera:

$$\text{Valor contable} = \text{Valor de los activos} - (\text{Deuda a largo plazo} + \text{Deuda a corto plazo}).$$

Precisamente el cálculo del valor contable se basa en datos históricos, obviando factores tales como la inflación, deterioro y obsolescencia, es decir que no tomará en cuenta la situación o precios de mercados. La premisa básica para la utilización de este método es que el valor de una empresa se concentra en el capital de los accionistas, resultante del valor expresado por los estados financieros, de un periodo determinado, como consecuencia de la obtención de ganancia presentadas como

incrementos en el capital y dividendos. Este método es conocido como valor en libros.

Las desventajas del valor contable radican en el riesgo de la valoración a raíz de las políticas implementadas por una empresa para estimar algunos renglones que componen los estados financieros tales como estimaciones, depreciaciones y amortizaciones por lo que se puede decir que el método del valor contable constituye un punto de partida para una valoración objetiva.

El valor generado por este método concuerda con el patrimonio neto ajustado y, por tanto, puede ser deducido directamente por la suma de los distintos elementos que forman los fondos propios según balance ajustados.

#### **2.4.2.2 VALOR NETO CONTABLE CORREGIDO (VNCC)**

El VNCC, es un valor que se establece determinando el total de los activos reales de la empresa considerando las variables, uso y utilidad en la misma, y restando de dicho valor las deudas llevadas a un valor presente de acuerdo con el costo de oportunidad de tales obligaciones <sup>5</sup>. La diferencia fundamental entre el valor contable y el valor patrimonial o VNCC es la

---

<sup>5</sup> El costo de oportunidad se ve representado por las tasas de interés vigentes por como resultado de la utilización de capital ajeno.

actualización de los datos que servirán de insumos para sus cálculos. Concretamente el VNCC utiliza precios de mercados y no valores históricos.

Algunos autores también lo denominan valor sustancial, valor real, valor de coste o valor de reconstrucción. Independientemente de su denominación, posee ciertas ventajas con relación al valor contable dado que puede considerar factores tales como la obsolescencia y la inflación. No obstante, sigue siendo considerado como un método estático dado que no considera la creación de valor por parte de la empresa o dicho en otras palabras el valor generado por las políticas de las empresas. Su cálculo se efectúa de la siguiente manera:

$$\text{VNCC} = A_p - E_p$$

Donde:

VNCC: Valor Neto Contable Corregido

$A_p$ : Activo tasado a precios de mercado.

$E_p$ : Exigible tasado a precios de mercado.

## **VENTAJAS**

Debemos considerar las ventajas de este método en el caso de traspaso de empresas con pocos activos intangibles, ya que obliga al evaluador a efectuar un inventario de la empresa que

pretende adquirir, éste que da verdadero sentido al método. Los pasos a seguir para su aplicación son los siguientes: / <sup>6</sup>

1. Recuento-inventario de los elementos existentes con sus características y factores de apreciación.
2. Clasificación de los elementos por naturaleza, atendiendo a su procedencia y uso.
3. Valoración de cada uno de los bienes en función de sus características, naturaleza y uso.

### **DESVENTAJAS**

El problema fundamental con que se enfrenta este método gira alrededor de la asignación de los índices a los distintos elementos objeto de valoración o la determinación del valor particular asignable a cada uno. Generalmente este procedimiento requiere de buenos conocimientos en valoración de todo tipo.

Al asignar un valor de mercado, de acuerdo a las condiciones de utilización, a cada una de las variables que comprenden los activos y pasivos de la empresa, se estará en disposición para determinar el valor analítico.

---

<sup>6</sup> *Ibíd.* 2 Pág 7.

El principal inconveniente de este método de valoración, consiste en un alto costo debido a una gran inversión de tiempo, pero por otra parte se encuentra también con la falta de valoración de los intangibles, ya que, en gran medida, dicho costo tiene que ver con la posición estratégica de la empresa, lo que implica un valor cualitativo no siempre fácil de calcular, el objetivo precisamente es determinar si una estrategia concreta crea o no valor, lo que precisa de medidas cuantitativas indirectas, no siempre en términos de valor.

#### **2.4.3 MÉTODOS DE RENDIMIENTO**

Las desventajas a los que se ha hecho referencia al hablar del valor neto contable corregido, han hecho que se asuma que no existe otro modelo de valoración más eficiente que el basado en los flujos de renta. Ello no significa que no se puedan utilizar los otros métodos de valoración, lo que quiere decir es que, hasta el momento, constituye una de las formas más perfeccionadas de hacerlo.

Esto se debe a que la renta empresarial depende tanto de la capacidad de la empresa para agregar o sumar los recursos humanos y físicos como puede hacerlo de los capitales, pues éstos difícilmente pueden ser productivos y rentables sin un encaje adecuado en la organización. De aquí se sigue que será mejor valorar la empresa a partir de los flujos de renta

generados por el conjunto de capitales económicos, ya que los mismos tienen en cuenta la capacidad organizativa y, en cualquier caso, consideran los factores de carácter intangible que a ellos contribuyen. En otras palabras, las rentas son el resumen valorado de los capitales físico e intelectual.

El valor calculado basándose en las rentas puede ser superior o inferior al valor analítico, según como se haya desenvuelto la organización, siendo la diferencia entre uno y otro, el valor de los elementos intangibles o capital intelectual, lo que tradicionalmente se ha englobado bajo el nombre de "goodwill o plusvalía", positiva o negativa

### **DIFERENCIAS CON OTROS MÉTODOS DERIVADOS**

Los métodos que se derivan del enfoque de los rendimientos se diferencian entre sí, sobre todo, en el tipo de renta utilizada, pudiendo ser ésta el resultado, los dividendos o los flujos de ingresos.

La actualización de los beneficios ha sido un criterio muy utilizado, muy susceptible de ser modificado con fines concretos, y los ajustes de la aplicación del mismo, han dado lugar a una clara preferencia por la actualización de los flujos, sobre todo por que éstos son la consecuencia de las inversiones de la empresa y permiten así determinar una

rentabilidad económica correcta, es decir, recoge el impacto de la inversión a lo largo del tiempo, que nos lleva a calcular la rentabilidad de la inversión existente en el ejercicio, al margen del impacto que ésta tenga en el futuro de la empresa.

Por otra parte, la valoración por actualización de los dividendos es un método de inversionista, más que de valoración de la empresa para ejercer control, por lo que también se trata de un método limitado en su aplicación.

#### **2.4.3.1 VALORACIÓN POR ACTUALIZACIÓN DE FLUJOS DE FONDOS**

En este método se introduce la utilización del valor actual de todas las rentas futuras que espera tener una determinada empresa. Quijano Quijada en su trabajo de graduación "valoración de empresas"<sup>7</sup> señala también que esta metodología es aplicable cuando una empresa está en funcionamiento, y precisamente se necesita datos de años anteriores para determinar la actualización del flujo de fondos.

Un análisis previo sobre algunos datos de la empresa es necesario para la determinación del valor actual del flujo de fondos, sobre todo datos históricos y datos relacionados al sector así por

---

<sup>7</sup> *Ibíd.* 4 Pág. 15

ejemplo, un análisis financiero comprendería la revisión de la evolución de las cuentas de estado y de balance, evolución por los flujos generados por la empresa, evolución de las inversiones de la empresa, evolución de la financiación de la empresa, análisis de la salud financiera y ponderación del negocio. Además, un análisis estratégico que incluya el estudio de la evolución del sector, evolución de la posición competitiva de la empresa, identificación de la cadena del valor y posición competitiva de los principales competidores.

En la XXXVII convención nacional de valuaciones de los institutos mexicanos se presentó el documento "Compendio de metodologías para valuación de negocios en marcha e intangibles"<sup>8</sup> que señala como etapas básicas para la utilización del flujo de fondos o descuento de flujos en primer lugar: la determinación del costo de los recursos, considerando hacerla para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto. Además coste de la deuda, rentabilidad exigida de las acciones y el coste ponderado de los recursos. Posterior a esta fase inicial procede la actualización de los flujos a su tasa correspondiente es decir se determina el valor actual del valor nominal o valor de las acciones (si fuese sociedad), para que finalmente se pueda llevar a cabo la interpretación de los

---

<sup>8</sup> Compendio de Metodologías para Valoración de Negocios en Marcha e Intangibles, Trigésimo Séptima Convención Nacional de Valuaciones de los Institutos Mexicanos.



resultados efectuando una comparación del valor obtenido con el valor contable. También puede compararse con empresas similares se es posible.

### **PROYECCIONES DE FLUJO DE FONDOS.**

La proyección se puede dar de dos formas: la proyección financiera y la estratégica. La primera sugiere analizar, cuentas de resultados y balances, flujos generados por la empresa, inversiones y financiamiento. La segunda, requiere que se analice la evolución del sector, previsión de la posición competitiva de la empresa y posición competitiva de los principales competidores. Otro factor adicional es la consistencia de las previsiones de Flujos, consistencia financiera entre las previsiones, comparación de las previsiones con las cifras históricas, consistencia de los flujos con el análisis estratégico.

Para calcular los Flujos de fondos deben considerarse que dispongamos de información directa de la empresa, apoyada en las manifestaciones de la dirección y que nos basemos directamente en los datos ofrecidos en las memorias de las empresas por no tener el apoyo de la dirección de la empresa.

El método directo de cálculo: Se trataría de establecer, bajo determinadas hipótesis de comportamiento del entorno, sector y empresa, cuáles serían los distintos flujos de entrada y salida

de los diversos tipos de flujos de fondos: operativos, de inversión y de financiación. Se trata, en definitiva, de efectuar previsiones sobre inversiones en el período de proyección, forma de financiación a seguir para llevar a cabo las mismas y nivel de actividad a realizar en los próximos ejercicios según las políticas de cobros y pagos establecidas. Normalmente este método lleva aparejada la estimación de las cuentas anuales previsionales, balance y cuenta de pérdidas y ganancias

Los flujos de fondos utilizados en la valoración son los denominados flujos libres de tesorería o flujos de tesorería debidos a la actividad económica, esto es, la suma de los flujos de tesorería de las operaciones y los flujos de tesorería debidos a la inversión neta. Normalmente, los primeros suelen ser positivos, es decir, la actividad operativa de la empresa (venta-ingresos, compra-gastos), mientras la actividad de inversión neta supone, habitualmente, absorción de tesorería.

El segundo de los procedimientos: Se denomina método relacional de cálculo y consiste en utilizar los estados contables existentes en la empresa en términos históricos y, a partir de ellos, calcular un conjunto de variables que nos permitan obtener los flujos de ingresos previstos.

**FORMAS DE CÁLCULO DEL VALOR ACTUAL DEL FLUJO DE  
FONDOS.**

**VALOR ACTUAL. FÓRMULA TRADICIONAL**

En forma tradicional el valor actual o valor de rendimiento se define utilizando la siguiente fórmula:

$$V = \frac{P_1}{(1+r)} + \frac{P_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

V : Valor actual de la empresa

P : Flujos de cajas o diferencia entre cobros y pagos que espera generen la empresa en los próximos n años

n : numero de años en los cuales se esperan flujos de caja

r. : Tipo de capitalización.

**CÁLCULO DEL VALOR ACTUAL PARA FLUJOS DE CAJAS  
CONSTANTES Y DURACIÓN ILIMITADA.**

La fórmula que se utiliza para este caso toma de base la formula anterior, pero como se asume un valor constante en los flujos de caja la fórmula se simplifica. Es decir:

$$P_1=P_2=P_3\dots\dots P_n$$

De tal manera que se puede sustituir en la formula original de la siguiente manera:

$$V = \frac{P1}{(1+r)} + \frac{P1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{P1}{(1+r)^n}$$

Por último se deduce que la formula constituye una progresión geométrica por lo que nuestra fórmula definitiva será:

$$V = \frac{P1}{r}$$

### **ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO**

La tasa de descuento a utilizar por este método es el costo medio ponderado de capital. Determinar esta tasa requiere conocer el costo de la deuda y de los recursos propios y a partir de ellas se calcula la tasa de descuento.

En la práctica, el cálculo de la tasa de descuento, no está exento de problemas. Las siguientes notas han de ser tomadas en consideración:

1. El costo de deuda debe ser calculado después de impuestos, al igual que los recursos propios deben tomar en cuenta el esfuerzo impositivo de la empresa.

2. El grado de endeudamiento que ha de ser tomado en consideración, ha de ser el esperado, mejor que el anterior, aunque este puede servir como referente.
3. El costo de la deuda puede ser calculado en base histórica dividiendo los gastos financieros por intereses soportados en cada ejercicio entre la deuda con coste correspondiente al mismo. No obstante, suele considerarse como tal, en la práctica, el tipo de interés de mercado a largo plazo.
4. En base histórica se puede calcular dividiendo el dividendo entregado al accionista, considerando el efecto de los impuestos. En la práctica también se puede considerar como la suma de una tasa libre de riesgo (deuda del estado a largo plazo) más una prima por riesgo.

Conviene indicar que la tasa de descuento es el umbral de rentabilidad de la empresa. Quiere decir que será la rentabilidad mínima que estará dispuesta a aceptar la dirección de la empresa o negocio para realizar nuevas y mejores inversiones.

No obstante lo señalado anteriormente, se puede expresar de una manera sencilla el cálculo del tipo de actualización y el riesgo tomando en cuenta el conocimiento de la rentabilidad de las

inversiones alternativas. El propietario de un negocio podría tener la intención de venderlo para colocar los recursos que obtenga en un negocio diferente tanto en la actividad, riesgo y liquidez. Suponiendo que la rentabilidad de este nuevo negocio es del 12% y solo puede obtener el 50%. Por lo que el resto deberá financiarlo mediante la adquisición de un préstamo a una tasa del 10%.

El cálculo se determina de la siguiente manera:

$$r = \frac{50 \cdot 12 + 50 \cdot 10}{100} = \frac{600 + 500}{100} = \frac{1100}{100} = 11$$

Para el caso se ha determinado que el tipo de actualización será de 11%.

### **VALOR RESIDUAL DEL NEGOCIO**

Se trata del valor que se espera que tendrá la empresa una vez finalizado el período de proyección.

No existe un único método para determinar este valor, pero sí se sabe que éste depende considerablemente de las hipótesis que se hayan utilizado para el cálculo de los flujos libres de fondos en el período provisional, así como que es un elemento fundamental en el valor final de la empresa.

## EL PERIODO DE TIEMPO SELECCIONADO PARA LAS ESTIMACIONES

Dado que efectuar estimaciones más allá de los cinco años en un contexto cambiante no es prudente, en la práctica se ha asumido este horizonte como período de proyección, calculándose el valor residual en el último año o período.

### 2.4.4 MÉTODOS MIXTOS

Estos métodos se basan en que el valor de la empresa debe tener una prima o más bien un valor adicional derivado de la existencia de un fondo de comercio, conocido también como goodwill o plusvalía. La práctica ha desarrollado estos métodos de valoración (Métodos prácticos o mixtos de valoración) en donde el valor de la plusvalía, normalmente, se establece por actualización de rentas diferenciales, esto es, las rentas obtenidas superiores a la rentabilidad normal de la inversión. Se trata de métodos tomados de la experiencia, que combinan dos precedentes: métodos analíticos y métodos de rendimiento de valoración intentando, en alguna medida, llegar a una ponderación de los mismos bajo un principio de prudencia. La ecuación general de estos métodos es la siguiente:

$$V = V (AT) + \frac{RD}{i}$$

Donde:

- V = Valor de la empresa.  
 V (AT) = Valor de los activos tangibles  
 RD = Rentas Diferenciales  
 i = Tasa de Actualización.

Mediante la aplicación de esta fórmula el valor de la empresa será mayor que la suma de valores de aquellos activos necesarios para desarrollar la actividad empresarial (valor sustancial), y la diferencia la constituirá la plusvalía. Los métodos mixtos más conocidos y empleados son:

#### **2.4.4.1 MÉTODO DIRECTO**

Este método es conocido como ANGLOSAJÓN o GOODWILL que ofrece una cuantía similar al valor sustancial es decir la aplicación de la tasa de rendimiento nominal de la empresa, todo ello dividido entre la tasa de rendimiento real de la empresa.

$$V = \frac{B - i VS}{K}$$

- V = Valor de la empresa  
 B = Beneficios estimados  
 i = Tasa de rendimiento nominal de la empresa  
 K = Tasa de rendimiento real de la empresa.  
 VS = Valor Sustancial o Patrimonial



#### **2.4.4.2 MÉTODO INDIRECTO**

Este método es conocido como método ALEMAN o de los prácticos y su fórmula es la siguiente:

$$V = \frac{VR + VS}{2}$$

Donde:

V = Valor de la empresa

VR = Valor de Rendimiento ( Corresponde a la actualización de los flujos de caja)

VS = Valor Sustancial

#### **2.4.5 VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS Y RATIOS.**

##### **2.4.5.1 MÚLTIPLOS DE VALORACIÓN**

Los Múltiplos de Valoración proveen una cifra que razona la relación entre el precio de la compañía a través de los parámetros ventas, beneficios, etc. con el precio de mercado de las acciones o el valor de la empresa. Al igual que los demás métodos no son un sistema de valía incondicional, que excluya a los demás grupos de métodos, sin embargo reconocen establecer un valor coherente. Efectivamente, una de las principales limitantes que se le señala es la de no considerar en forma manifiesta indicadores de rentabilidad de cualquier negocio: beneficios requeridos, evolución y crecimiento, rendimiento sobre el capital invertido, etc. A pesar de ello no se puede

dudar que el método de los múltiplos gravita en la idea de que todos los agentes de éxito se presentan inmersos en un valor, admitiendo así un estudio más sensato de la realidad de una organización.

Los supuestos bajo los cuales se ha establecido constituyen una ventaja y a la vez una desventaja dependiendo de cómo opere una empresa. Uno de ellos es el hecho de que los mercados operan en forma eficiente y que por lo tanto se tiene conocimiento del valor de las acciones de las empresas que cotizan en bolsa. Además se considera que no es un procedimiento individualmente asentado en antecedentes o información histórica, sino igualmente en augurios del futuro inmediato. Prácticamente, el método demanda habitualmente ajustes contables y no se hallan dos entidades justamente afines. Con esto no se le resta ningún mérito al método, ya que es ampliamente utilizado por analistas financieros y de ninguna manera se puede descartar que es un método de valoración razonable.

El procedimiento seguido para aplicar una Valoración por Múltiplos suele ser dividido en tres pasos básicos: /<sup>9</sup>

- Identificación y selección de compañías comparables

---

<sup>9</sup>“Manual de Valoración de Empresas” [www.5campus.com](http://www.5campus.com) Pág. 14

- Cálculo de múltiplos
- Valoración

En el primer ítem, deben elegirse las empresas que pertenecen al mismo giro o actividad económica o conllevan características análogas con la empresa bajo valoración. La Universidad de Navarra, España en su documento titulado "Introducción a la Valoración de Empresas por el método de los múltiplos de Compañías Comparables" presenta un listado de factores a tomar en cuenta para selección de Compañías Comparables, tal como se muestra en el cuadro siguiente: / <sup>10</sup>

<b>FACTORES RELEVANTES PARA SELECCIÓN DE COMPAÑÍAS COMPARABLES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deben ser compañías cotizadas en bolsa.</li> <li>• Deben realizar la misma actividad que la empresa objetivo.</li> <li>• Deben tener una misma gama de productos.</li> <li>• Ser de un mismo país o región y/o operar en una misma zona geográfica.</li> <li>• Tener un tamaño similar.</li> <li>• Tener una misma perspectiva de crecimiento de beneficios.</li> <li>• Tener un equipo de dirección de categoría similar.</li> <li>• Tener una rentabilidad similar.</li> <li>• Tener una posición competitiva equivalente.</li> <li>• Tener un monto de activos similar.</li> <li>• Tener una estructura de gastos de investigación y desarrollo.</li> </ul>

Se sabe perfectamente que es insostenible descubrir dos empresas comparables en forma absoluta y que cumplan con los parámetros antes señalados, pero sí es posible obtener una calidad de

---

<sup>10</sup> IESE. Universidad de Navarra. Barcelona-Madrid. "Introducción a la Valoración de Empresas por el método de los múltiplos de Compañías Comparables" Pág. 4

comparabilidad razonable, y entonces, ajustar las cifras utilizadas en el cálculo de los múltiplos y los múltiplos mismos, y entonces, apoyándose en las razones antes expuestas, se consuma la selección de empresas que sean comparables con la empresa objetivo pudiendo ampliar o reducir los criterios si es necesario.

En el segundo ítem que corresponde al cálculo de múltiplos una vez se hay identificado el grupo de compañías comparables, es necesario decidir qué múltiplos proporcionarán una medida más precisa de valor para las compañías bajo consideración. Con este propósito, es imprescindible entender perfectamente la actividad de todos los negocios e interpretar correctamente sus estados financieros. Frecuentemente, es necesario ajustar la información financiera con el fin de obtener una perspectiva justa y comparable del negocio, debido a diferencias en las políticas contables, diferencias en la operatoria del negocio, la existencia de activos extraoperativos, etc.

Como paso final la "Valoración " en la cual se puede computar el precio de la entidad multiplicando cada múltiplo por los resultados obtenidos, los cuales podrían, así mismo, exigir conciliaciones para conseguir un valor ecuánime de la empresa. "La valoración de una compañía se obtiene frecuentemente como la

media (ponderada o no) de los valores estimados, resultado de la aplicación de los múltiplos previamente elegidos.” / <sup>11</sup>

#### **2.4.5.2 MÚLTIPLOS DE TRANSACCIONES COMPARABLES**

Los procedimientos empleados para su cálculo no distan mucho del utilizado para el cálculo de los múltiplos de valoración. Consecuentemente se agrega al proceso el problema de hallar aclaraciones adecuadas e íntegras de empresas que no poseen información disponible para el público interesado. Pero a la vez, si se posee información abundante para combinar un grupo resultados como es el caso de los múltiplos, el estudio consiguiente podrá ser lo suficientemente fiel a la realidad, esto ya que las empresas que se comparan o pretenden comparar son bastante afines en cuanto a dimensión y características. Además, esto permitiría tener un mayor alcance dado que, generalmente para establecer comparaciones es necesario precisamente que las empresas estén cotizando en bolsa, siendo ésta una situación muy excluyente. Por otra parte, este método se basa exclusivamente en datos históricos, por ende, lo que se pretende es estimar el precio de una empresa objetivo considerando lo que un comprador potencial podría pagar sobre la base de los precios de otras compañías comparables, de tal modo

---

<sup>11</sup> *Ibíd.* 9. Pág. 17

que al conocer los precios pagados en las operaciones financieras privadas también se puede conocer con más exactitud la liquidez que presentan los activos financieros emitidos por dichas empresas ya sea cotice o no en bolsa y los conflictos habituales para obtener el valor adecuado.

#### **2.4.5.3 RATIOS DE FACTORES DE ÉXITO POR SECTORES**

Su aplicación en forma generalizada requiere la disposición del ratio específico en el momento actual para darle un alto nivel de confiabilidad al proceso de valoración. Al igual que los múltiplos de valoración y los múltiplos de transacciones comparables constituyen una forma bastante simplificada de cálculo, además de que las referencias manipuladas no están basados en parámetros financieros, sino en diferentes índices comerciales y de negocio forzosamente vinculados al valor de la empresa. Un ejemplo claro de esto es el "EV/ Medida de Capacidad que es un múltiplo utilizado en industrias y sectores en los que se utiliza una medida de capacidad para comparar compañías similares." / <sup>12</sup>

Se sabe que la accesibilidad a este tipo de cifras, se hallan habitualmente gracias a las empresas cotizadas del mismo sector o a informes de analistas. De una u otra manera los ratios de éxito por sectores han sido muy utilizados como la fuente

---

<sup>12</sup> *Ibíd.*9. Pág.23

principal para estimar el valor, no obstante que su utilización se hace mucho más frecuente cuando una empresa carece de beneficios como aditivo de otros métodos de valoración.

#### **2.4.6 EL MÉTODO DEL VALOR ECONÓMICO AGREGADO.**

Hoy en día se puede considerar que el objetivo o logro que pretenden los directivos es el crecimiento propio para realzar el prestigio y la valía personal, controlando o manipulando el rendimiento de sus organizaciones valiéndose de los métodos idóneos para ello, aun cuando este crecimiento no se traduzca en beneficios de tipo económico y disminuya el valor del accionista. Esto implica precisamente, y no en forma sorpresiva, lo que ha sido a lo largo de los años una notoria distinción, no solo entre los intereses de administradores y accionistas, sino también entre los diferentes grupos o sectores que conforman una empresa.

En el primero de los casos el problema es que por tradición se han utilizado criterios inadecuados, en los que solamente se considera el resultado de utilidad neta que es producto de la información contable, que a su vez se puede traducir como beneficio por acción. Además existen prácticas contables que distorsionan la realidad económica de una entidad dado algunos principios contables como el conservatismo que son en algunos aspectos los criterios contables, que subestiman el verdadero

valor de la empresa. Y no es que la contabilidad sea intencionalmente inícuo, lo que ocurre es que la contabilidad valora los activos de la empresa de una forma conservadora y en las peores condiciones para evitar a toda costa sobrestimar los valores reales de sus elementos, tal es el caso específico de la sobrestimación del rendimiento a través del activo donde antes de finalizar un periodo contable se quiere obligar a un cliente a hacer compras por encima de su capacidad, ofertándole mayores plazos de financiamiento y como se dijo esto aumenta un activo, pero no necesariamente tiene un valor económico para la empresa, pues al final de cuentas sólo se benefician los ejecutivos y dependiendo del cliente no se tiene una garantía en un ciento por ciento de que ese efectivo ingresará a las arcas de la empresa.

Lo que sucede es que en muchas empresas existe la política de pago de bonificaciones de los administradores en base al rendimiento del activo neto y no en base a los beneficios reales que provienen de las ventas aumentando en tales casos aumentan las compensaciones de los ejecutivos y disminuyendo los beneficios de la empresa. La aplicación de una práctica más rigorista que sugiera bonificaciones sobre la base de los beneficios reales resultaría más sana en estas organizaciones y que no sería necesaria si no existiera un ingreso diferido o sólo operaciones al contado. La conclusión a este análisis es



sencilla: muchas empresas al evaluar sus resultados económicos basándose solamente en las cifras contables, no se dan cuenta que aunque mostraron utilidades realmente no generaron valor agregado.

De acuerdo a lo señalado anteriormente se supone que un método como el Valor Económico Agregado (EVA) pretende alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas.

Según algunos autores de documentos relacionados al EVA, éste se ha convertido en la medida de desempeño más utilizada en el mundo corporativo debido a que su implementación genera importantes cambios en la conducta organizacional. Su cálculo se efectúa de la siguiente manera:

$$\text{EVA} = \text{Resultado Operativo después de impuestos} - [\text{Capital} * \text{costo de Capital}]$$

Este artificio matemático nos lleva a razonar que el resultado del método Eva refleja la diferencia entre la utilidad puramente dicha y el costo para conseguirla es decir la suma por la cual las ganancias exceden al rendimiento mínimo requerido por los accionistas de la organización. El EVA es una forma de medir el rendimiento, y es simplemente el dinero ganado por una compañía menos el costo del capital necesario para conseguir estas

ganancias. / <sup>13</sup> Por lo tanto, un valor positivo al aplicar la fórmula indicará que se superó el costo del riesgo que los accionistas o propietarios esperan mientras que si el resultado fuera negativo simplemente se considerará que no ha creado valor y que por ende la organización está agotando sus recursos. Este razonamiento y aplicación es una medida tal que permite relacionar los resultados con los incentivos que pudieran obtener los administradores, que a su vez serán los encargados de mover la masa de recursos con los que se cuenta, así como también una información más clara y objetiva de los resultados. Precisamente es así como este método se puede considerar como un conciliador entre los intereses que los directivos tienen que serían los mismos objetivos que los accionistas.

A diferencia de otros métodos de valoración de empresas denominados como métodos de rendimiento, el EVA realiza la medición del rendimiento empresarial basado en datos reales y no de proyecciones. Destacándose además por ofrecer un sistema de incentivos para los diferentes sectores que se involucran con la organización, llegando al punto de no sólo ser un método, sino todo un programa. Por consiguiente la implementación del mismo requiere de la colaboración imprescindible de los accionistas, los empleados, los proveedores, los clientes y la comunidad donde esté instalada, demostrando además que la empresa se ha

---

<sup>13</sup>“Desafío del EVA2.” [www.monografias.com/trabajos11/eldeseva/eldeseva](http://www.monografias.com/trabajos11/eldeseva/eldeseva). Pág. 11

convertido en un punto donde desembocan los intereses de todos los grupos en la toma de decisiones.

Generalmente en el mundo de los negocios y de la actividad empresarial siempre se suele relacionar las utilidades y el éxito con la actividad propiamente dicha de los administradores o gerentes, y el lucro como un privilegio de los accionistas, subestimando el desempeño y calificación de los sectores o niveles más bajos de la empresa. Siendo este un aspecto que sí considera el programa EVA, ya que genera y ofrece a los recursos humanos una cuota de participación en cuanto a la generación de valor se refiere, pues incorpora un valor que hasta ese momento no se consideraba como valioso y que además se encontraba oculto en la empresa y que al ser motivado, reacciona positivamente. Por su parte, el Marketing viene a ser el principal motivador para los clientes. Y por supuesto, para los proveedores como un grupo importante en cuanto a al abastecimiento de insumos, materiales y productos se refiere, se establece un intercambio de capacidades y logísticas entre ambas partes. La comunidad a su vez se verá beneficiada por medio de la generación de empleos y mejores condiciones de vida en todo su entorno.

El programa EVA Funciona como un calificador de actividades aprobando aquellas que si le generan un beneficio real a la organización y descartando aquellas que no le generan ningún

valor agregado. Para ello, debe identificar las áreas críticas mediante la formación de un grupo de trabajo específico en el desempeño de esta función, que logre recoger resultados concretos para ejecutar los cambios adecuados y señalar las políticas que permitirán generar una mayor conciencia en todos los grupos que conviven en la empresa sobre el valor de las cosas. La filosofía debe ser tal que los diferentes miembros de la organización sepan que antes de realizar una adquisición, conviene antes evaluar si es mejor reparar todo lo que sea posible, ya que el costo financiero del equipo o elemento nuevo, se podría succionar los beneficios que se pudieran crear, reconociendo que la adquisición de un equipo nuevo o elemento nuevo, sólo se hará cuando por razones obvias como el nivel tecnológico, costos y rendimiento, ésta sea la alternativa financieramente más conveniente.

Existen tres conceptos importantes por donde se orientan las estrategias para la creación de valor y son las siguientes: a) ALCANZAR CRECIMIENTO RENTABLE, osea invertir capital nuevo en proyectos de los que se esté obteniendo una rentabilidad mayor que el costo que tiene conseguir ese nuevo capital a invertir. b) EFICIENCIA OPERACIONAL: mejorar la utilidad operacional después de impuestos sin involucrar más capital en el negocio y c) RACIONALIZAR Y SALIR DE NEGOCIOS IMPRODUCTIVOS: desviar o

desinvertir capital de aquellas líneas de negocio que no den los beneficios adecuados. / <sup>14</sup>

### **DESVENTAJAS Y LIMITANTES**

El EVA al centrar su atención en el rendimiento a través de las utilidades y costo del capital de un periodo desconcentra su atención en la visión a largo plazo que todo método debe considerar. "Para muchas compañías EVA, el valor a largo plazo tiende a conseguirse mediante aumentos anuales consistentes y sostenidos en el desempeño del EVA" / <sup>15</sup> .Es una trascendental revolución a la forma tradicional de operar, motivar a las individuos y tomar las medidas necesarias para el logro de los objetivos generales específicos de un negocio, por lo exhorta una revisión constante de las actividades que se están realizando, para fortificar la observancia de las normas en todos los niveles.

Una cultura empresarial poco favorable contradice la implementación de una cultura EVA, aunado a esto el acrecentamiento del EVA de cada equipo se obliga apoyar al acrecentamiento del EVA de toda la organización.

---

<sup>14</sup>"EVA herramienta para toma de decisiones gerenciales." [www.gestiopolis.com](http://www.gestiopolis.com) Págs.24 y 25.

<sup>15</sup> *Ibíd.*13 Pág. 23

"Por otra parte los niveles más bajos no inciden, particularmente, en el EVA de la empresa como conjunto, por tanto deben recibir compensaciones basadas en logros personales y de la unidad a la que pertenecen."/<sup>16</sup>

## **B. ANTECEDENTES HISTORICOS Y APOORTE DEL SECTOR INDUSTRIAL DEDICADO A LA FABRICACION DE ROPA.**

### **1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DEL SECTOR INDUSTRIAL SALVADOREÑO**

El desarrollo de la industria salvadoreña se remonta a los años 50's en donde el sector predominante era el agrícola, considerando los precios de exportación en el mercado internacional de este rubro, del cual, el país no logró sacar el mayor provecho dado que los recursos provenientes de dichas exportaciones terminaban en cuentas extranjeras limitando el mejoramiento de la infraestructura física que potenciara e incentivara el desarrollo de la industria.

La materia prima y la mano de obra disponibles en ese entonces, favorecieron en cierto modo la industria textil provenientes de países desarrollados, sin embargo, poco tiempo mas adelante se

---

<sup>16</sup> *Ibíd.* 13 Pág. 16

buscó motivar a los inversionistas para tratar de implementar nuevas industrias. Aunado a esto se presentó la idea del proceso de integración Centroamericana muy bien aprovechado por Estados Unidos en 1960, expandiéndose industrias como introducción de alimentos, bebidas, textiles, y otros tales como: Fertilizantes, pesticidas, cosméticos, etc. Influyendo en gran medida el favorecimiento de la legislación laboral salvadoreña y las intenciones norteamericanas de impedir la expansión de las tendencias revolucionarias. De ahí en adelante hasta los años 70's fueron evidentes algunos logros entre los cuales se pueden mencionar una mejor infraestructura física, la construcción de una red vial centroamericana, instalaciones portuarias, construcción de una arteria regional de telecomunicaciones y facilitación del tráfico aéreo internacional.

Un fenómeno que caracterizó esta época fue la concentración de capital extranjero en el Salvador y Guatemala, no obstante, Estados Unidos impulsó una industrialización parcial para evitar un crecimiento de Centro América como bloque.

El fortalecimiento a la industria en El Salvador se vio frenado por la pugna de intereses de sectores como el agrario principalmente, aunque no se descarta la influencia

significativa de los sectores comerciales y financieros y su trascendencia en las políticas del gobierno.

La denominada modernización durante estos años generó un ambiente propicio para trasladar excedentes económicos del sector agrícola al sector industrial. Actualmente la industria nacional se enfrenta al capitalismo internacional representado por la globalización.

### **1.1 LA INDUSTRIA TEXTIL Y LA INDUSTRIA DE LA FABRICACIÓN DE ROPA EN EL SALVADOR**

Como toda industria el sector manufacturero de El Salvador se caracterizó en sus inicios por ser de tipo artesanal. La más antigua de todas las industrias es la industria textil que tiene sus orígenes desde la conquista de los españoles surgiendo posteriormente las artesanías textiles manuales sobresaliendo en este campo pueblos tales San Sebastián, Panchimalco, Izalco y Cojutepeque. Precisamente, la industria textil viene a ser la premisa de lo que posteriormente sería la industria de la confección. Un instrumento de gran utilidad en el desarrollo de la industria textil fue el telar de mano, llegando a ser necesaria la importación de hilos provenientes de Japón.



En 1912 se introdujo el telar de lanzadera volante, logrando con ese tipo de telares un mayor volumen de producción y mayor variedad. En 1922 el proceso de mecanización en el área textil alcanzó un desarrollo más significativo dada la introducción del telar de maquinilla permitiendo elaborar tejidos fijos y decorados. La historia relata que las primeras fábricas establecidas en el país fueron: Minerva, La Estrella, El León y Tussel.

Un grandioso aporte, fue brindado con la creación de la Sociedad Cooperativa Algodonera en 1940, que tenía como propósito concentrar el algodón en rama para procesarlo normalizar los precios internos y otorgar préstamos a sus asociados.

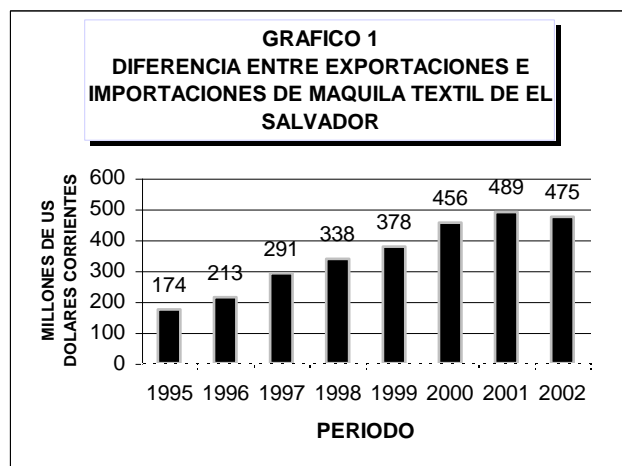
A lo largo de los años entre 1950-1970 se constituyeron algunas empresas como parte del crecimiento de la industria textil. Sin embargo en los años 80`s sufrió un deterioro considerable. Es así como al igual que los otros países centroamericanos a finales de esa década se da un proceso de desgravación arancelaria y de promoción de las exportaciones estimulando la industria de la confección dirigida al mercado estadounidense.

Ahora bien, la industria de la confección tuvo sus inicios, a igual que la industria textil en forma rudimentaria y artesanal.

Su desarrollo se ha visto influenciado por el cambio en la estructura de producción, en nivel de precio en la patrones de consumo en el nivel de ingresos y en la demanda. Pero quizás, uno de los factores que más ha influenciado es el de los patrones de consumo, dado el gran desarrollo publicitario a través de los medios de comunicación, trascendiendo algunas veces de la existencia de una necesidad a la creación de las mismas.

## 1.2 Contribución y Desarrollo en la Economía Salvadoreña en la Actualidad

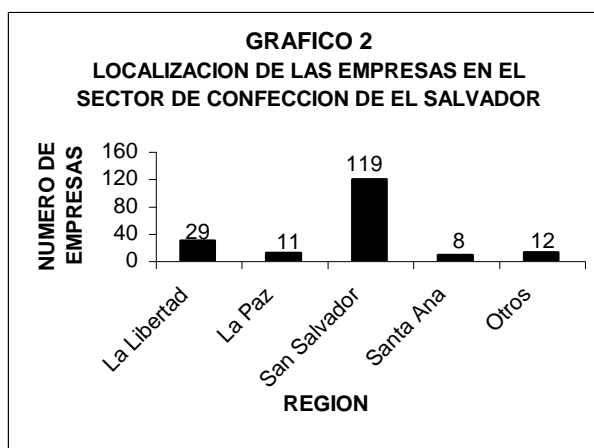
La actividad maquiladora ha venido creciendo casi en forma constante desde 1995, generando en el 2001, \$489 millones de divisas. (Ver Gráfico 1).<sup>17</sup> El crecimiento promedio en el periodo 1995-2001 fue casi el 13%, crecimiento que tuvo una leve disminución para el año 2002, siendo del 2.93% negativo.



<sup>17</sup>“Perfil de la Industria de la Confección y Textil.” Directorio Centroamericano. Indicadores Económicos El Salvador. [www.fullpackage.org](http://www.fullpackage.org). Pág. 89

Por otro lado el directorio regional INCAE 2003 revela que en El Salvador operan 260 empresas en el sector de textiles confección y accesorios, perteneciendo 179 al sector de confección, 15 al sector textil y 66 a empresas de accesorios. / <sup>18</sup>

La localización de las empresas dedicadas a la confección divulga una gran concentración en la zona de San Salvador y principalmente en Ilopango, Soyapango y La Libertad tendiendo a ubicarse prácticamente en un radio de 20 a 30 kilómetros de la capital (Ver Gráfico 2).

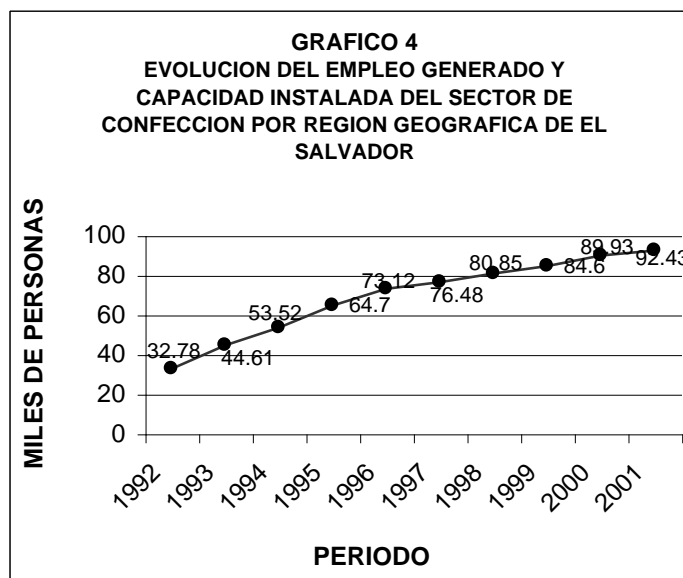
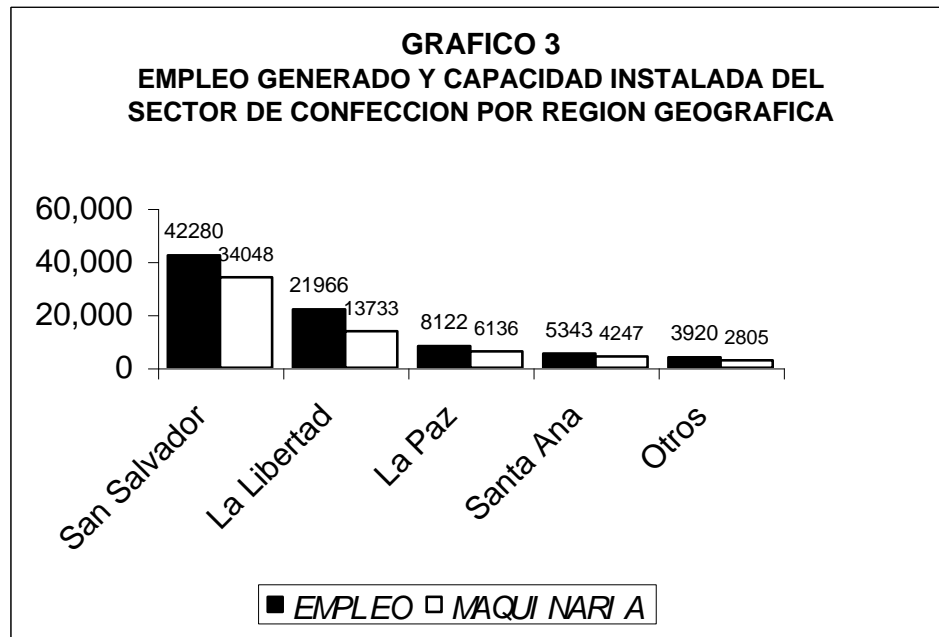


En cuanto a la generación de empleos se ha estimado que a marzo de 2003 hay 81,631 trabajadores en empresas de confección. / <sup>19</sup> Las dos empresas más grandes del sector se encuentran en La Libertad y generan entre ellas 10,018 empleos siendo ambas de capital estadounidense. San Salvador tiene el mayor número de empleos totales con 42,280 empleos y 34,048 maquinas de coser,

<sup>18</sup> *Ibíd.* 17

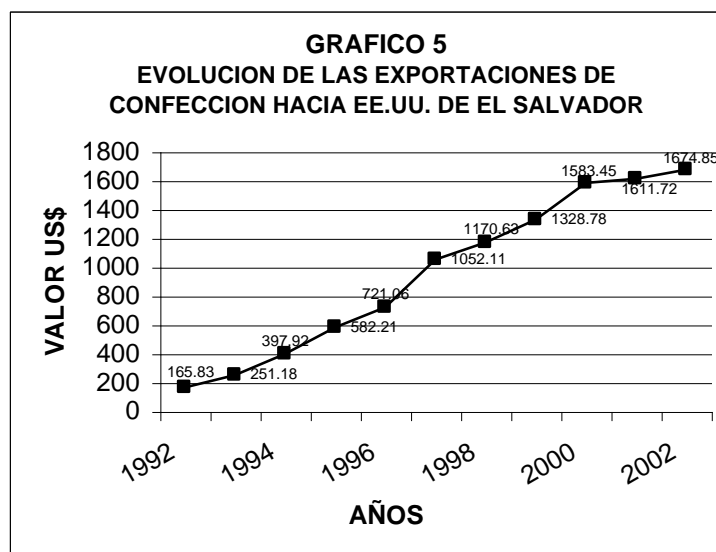
<sup>19</sup> *Ibíd.* 17

reportando las empresas salvadoreñas en total 60,969 máquinas. (Ver Grafico 3). Analizando el periodo 1991 hasta 2001 el empleo refleja un crecimiento cuyo promedio ha sido del 10.54% / <sup>20</sup> (Ver Gráfico 4 ).



<sup>20</sup> *Ibíd.* 17

En cuanto a las exportaciones a los Estados Unidos, El Salvador participó del 2.94% convirtiéndose en el tercer exportador más grande de Centro América después de Guatemala y Honduras ubicándose en el puesto número 13. Para el periodo que comprende del año de 1992-2002 el crecimiento promedio fue de 19.69%, excepto para el año 2001 y 2002 cuyo crecimiento del 2.76%.<sup>21</sup> (Ver Grafico 5 ).



### C. DEFINICIONES, CRITERIOS DE CLASIFICACION Y CARACTERÍSTICAS DE LA PEQUEÑA EMPRESA EN EL SALVADOR

#### 1. DEFINICIONES BÁSICAS DE EMPRESA.

Existen varias definiciones de empresas dependiendo del autor o ente que lo emita, así por ejemplo el Código de Comercio establece que la empresa mercantil "está constituida por un

<sup>21</sup> *Ibíd.* 17

conjunto coordinado de trabajo, de elementos materiales y valores incorpóreos, con objeto de ofrecer al público, con propósito de lucro, bienes y servicios”/ <sup>22</sup>

Por otra parte, un concepto más general considera a la empresa como “ sociedad industrial o mercantil, integrada por el capital y el trabajo como factores de producción.”/ <sup>23</sup> Mientras que la Dirección General de Estadísticas y Censos (DIGESTYC) define la empresa como “La unidad económica natural o jurídica propietaria o administradora de uno o más establecimientos que comparte una misma razón social, y que se conjunta para producir, comercializar o prestar algún servicio, es decir, lo que forma su actividad económica principal.”/ <sup>24</sup>

Asimismo la Digestyc utiliza en sus estadísticas oficiales el término establecimiento, haciendo alusión a las empresas tal como se puede observar en las bases de datos proporcionadas por dicha institución. Precisamente se considera que el establecimiento es “la unidad económica que bajo una sola dirección o control combina actividad y recursos con la finalidad de producir, comercializar bienes y servicios lo más homogéneo posible, generalmente en una sola ubicación física o

---

<sup>22</sup> Código de Comercio, libro tercero, Título I Capítulo I, Art. 553.

<sup>23</sup> Diccionario Enciclopédico Continental. Pág. 472.

<sup>24</sup> Julia Martínez, Elcira Beltrán, “Desafíos y Oportunidades de las PYME Salvadoreñas” Pág. 6

en ubicaciones próximas, para lo cual se dispone de registros separados sobre producción e insumos intermedios, mano de obra y bienes de capital utilizados directa o indirectamente en la producción". / <sup>25</sup>

## **2. DEFINICIÓN Y CRITERIOS DE CLASIFICACIÓN DE LA PEQUEÑA EMPRESA EN EL SALVADOR**

De acuerdo al Banco Multisectorial de Inversiones la pequeña empresa es "toda unidad económica dedicada a la producción de artículos terminados, bienes intermedios y prestación de servicios cuyos activos de operación no exceden de un millón de colones." /<sup>26</sup>

No obstante, lo más común es que la definición de pequeña empresa este ligada a sus criterios de clasificación, tomando como parámetros principales el desarrollo de este segmento empresarial a través del número de empleados, monto de los activos y nivel de ingresos, tal es el caso para la Fundación Salvadoreña para del Desarrollo Económico y Social; que utiliza dos criterios diferentes para determinar el tamaño de las

---

<sup>25</sup> DIGESTYC, "Encuesta Económica Anual 1998," Ministerio de Economía, El Salvador, 1999, Pág. 1

<sup>26</sup> León González, Leiva Rivera y Medrano López "Diseño de un Plan Estratégico de Mercadeo para el posicionamiento comercial de la pequeña empresa de la industria de la Confección de Camisas de Punto en el Municipio de San Salvador, caso ilustrativo" Pág. 57.

empresas. En la primera hace uso del volumen de ventas y número de empleados y el segundo sobre la base del valor de los activos de las empresas y el número de empleados.

El BMI utiliza los criterios de número de empleados y nivel de ingresos. Así también otras instituciones bancarias en el ámbito nacional utilizan sus propias formas de clasificación, atendiendo a las fuentes de financiamiento que proporcionan, por ejemplo la financiera Calpiá establece el tamaño de una empresa según el monto del préstamo que concede. El Programa Nacional de Competitividad utiliza un monto de ventas anuales y número de empleados como criterio de clasificación.

En esta investigación se implementará el criterio de clasificación sugerido por el Consejo de Vigilancia de la Profesión de la Contaduría Pública y Auditoría, a efectos de establecer una clasificación empresarial y ante la entrada en vigencia en El Salvador, de la Normas Internacionales de Contabilidad a partir de enero de 2004 que es el definido por la Comisión Nacional para la Micro y Pequeña Empresa (CONAMYPE), en donde la pequeña empresa es: Toda unidad económica que tiene hasta 50 ocupados y que sus ventas anuales son hasta el equivalente a 4762 salarios mensuales mínimos urbanos, excluyendo aquellas que tienen ventas anuales menores al



equivalente de 476.2 salarios mensuales mínimos con 10 ó menos ocupados.<sup>27</sup>

### **3. CARACTERÍSTICAS DE LAS PEQUEÑAS EMPRESAS**

Los aspectos que identifican a la pequeña empresa son muy puntuales, tal como se presentan a Continuación:

#### 1. Alcance limitado a políticas de capacitación:

Desde el punto de vista de la administración de los negocios, en muy pocos casos se diseñan programas de tecnificación o calificación de la mano de obra en las diferentes áreas de trabajo. La proyección estratégica aunado a la insuficiencia de recursos materiales y financieros no permiten el establecimiento de políticas de capacitación apropiadas a este sector.

#### 2. Recursos tecnológicos inadecuados:

Generalmente en el ámbito de procesos, las pequeñas empresas utilizan procedimientos poco técnicos como consecuencia del uso de maquinaria obsoleta en contraste con las demandas y exigencias del mercado; así como también por la falta de visión empresarial a largo plazo que

---

<sup>27</sup> El Diario de Hoy. Sección GENTE & SOCIEDAD, Publicación del Viernes 12 de dic. De 2003 Pág. 88

culmina en la ausencia de inversiones en actualización tecnológica.

3. Administración empírica o con poca formación empresarial:

Este factor tiene una incidencia de gran importancia en el desenvolvimiento de la empresa en general, ya que constituye la parte medular al planear, coordinar, dirigir, supervisar y controlar todas las operaciones; es decir, la administración de la pequeña empresa en el país carece de un grado de formación técnica en cuanto a procedimientos y practicas de gestión modernas, limitándose a la experiencia y conocimiento del negocio, a la rutina del día a día, y sin analizar planes a largo plazo.

Por otra parte en relación con las grandes empresas la estructura organizativa no se encuentra bien definida y además no cuenta con los elementos suficientes.

4. Falta de conocimiento del mercado y del entorno.

Los negocios a este nivel no acostumbran efectuar estudios de mercado, diagnósticos o estudios de factibilidad, tanto al iniciar operaciones como en el transcurso de las mismas, debido a los costos que implica llevarlos a cabo, por otro

lado también contribuye a esto algunos factores mencionados anteriormente tales como administración empírica.

5. Falta de incentivo de parte del gobierno.

En los últimos años han surgido diversas instituciones de apoyo a la pequeña y mediana empresa por ejemplo: AMPES, CONAMYPE, PROPEMI, CAMARA DE COMERCIO, FEPADE, etc. Sin embargo, esto no se refleja en la realidad y no logra tener la apertura y alcance necesarios, es decir que se promueven incentivos en algunos casos se tornan superficiales y que finalmente no se traducen en beneficios concretos.

## **CAPÍTULO II**

### **DISEÑO METODOLOGICO**

#### **A. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN**

##### **1. OBJETIVO GENERAL**

Contribuir al desarrollo de la Pequeña Empresa dedicada a la Industria de la Fabricación de Ropa en la zona metropolitana de San Salvador a través de la propuesta de una guía de aplicación de métodos de valoración de empresas para la adecuada toma de decisiones.

##### **2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

- a) Proporcionar una noción de las ventajas de los pequeños empresarios al implantar métodos para valorar sus empresas.
- b) Dar a conocer los lineamientos teóricos de los métodos más empleados en la valoración de empresas.
- c) Elaborar una guía para la aplicación de métodos de valoración para la pequeña industria dedicada a la fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador.
- d) Ejemplificar mediante un caso práctico la utilización de los métodos de valoración adecuados a la pequeña empresa

dedicada a la fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador.

## **B. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN**

### **1. MÉTODO HIPOTÉTICO DEDUCTIVO**

Para el desarrollo de la investigación se adoptó el método hipotético deductivo. Dicho enfoque parte de proposiciones generales hipotéticas para llegar a alcanzar proposiciones particulares, concibe la realidad, capaz de analizarse a partir de información estadística; asimismo deduce partiendo de datos generales, aceptados como válidos, por lo cual se considera que es el apropiado; ya que por medio del razonamiento lógico pueden obtenerse diversas suposiciones, las cuales se someten a prueba, para así poder adquirir un nuevo conocimiento, o crear nuevas ideas que sirvan para explicar un problema de actualidad.

### **2. TIPO DE ESTUDIO**

Para la obtención de los elementos de juicio necesarios que permitieron plantear la propuesta de la guía de aplicación de métodos de valoración en la pequeña industria dedicada a la fabricación de ropa que permitan la toma de decisiones ante situaciones como compra-venta de empresas, fusiones,

absorciones, o incluso ampliación de negocios a través de la inversión, se emplearon los siguientes tipos de estudio.

Según el tiempo de ocurrencia de los hechos:

Retrospectivo y prospectivo; ya que para la investigación se toma antecedentes de años anteriores, así como también se considera la utilización de información prospectiva, pues para la aplicación de ciertos métodos de valoración, es necesario hacer proyecciones que permitan un adecuado razonamiento.

De acuerdo al análisis y alcance de los resultados:

Correlacional; ya que se midió la relación que existe entre las variables que intervienen en la investigación, así por ejemplo la propuesta de aplicación de métodos de valoración y las razones por las cuales los encuestados desean valorar sus empresas.

Efectivamente, luego de la obtención de los resultados provenientes de la información recabada por medio de encuestas, se analizaron las necesidades y condiciones de las empresas del sector, para obtener un juicio razonable sobre los procedimientos que se debe realizar para su adecuada valoración, de modo tal que se pueda reflejar ya sea en los estados financieros o en la evolución de cada empresa a través de la

posición competitiva de la misma. Por tal razón, se ha desarrollado un caso práctico relativo a la aplicación de la temática planteada.

### **3. ÁREA DE ESTUDIO**

La investigación se realizó en el área contable-financiero, pero se analizó con mayor profundidad el área financiera, ya que la toma de decisiones fue la variable que orientó la trayectoria del estudio

### **4. TIPO DE INVESTIGACIÓN**

Para realizar la investigación, se obtuvieron los elementos necesarios apoyados en un sondeo bibliográfico y de campo.

Bibliográfica, en razón de que el problema de investigación está basado en los métodos de Valoración de Empresas y la toma de decisiones financieras, revisándose la información pertinente y, de campo, por que se utilizó la técnica de encuesta para recabar información.

### **5. POBLACIÓN Y MUESTRA**

#### **5.1 POBLACIÓN**

En este caso la población está constituida por las pequeñas empresas industriales dedicadas a la fabricación de ropa de la

zona metropolitana de San Salvador, las cuales fueron localizadas mediante la utilización de datos provenientes de la Dirección General de Estadísticas y Censos (DIGESTYC) de 2002, que a la fecha era el último disponible para este sector y además del Directorio de Empresas Fullpackage de la Asociación Salvadoreña de la Industria de la confección (ASIC) (ver anexo 1). Todo lo anterior tomando en cuenta la clasificación adoptada por el Consejo De Vigilancia De La Profesión de la Contaduría Pública y Auditoria, en concordancia con la clasificación de la Comisión Nacional para la Micro y Pequeña Empresa (CONAMYPE)

## **5.2 MUESTRA**

El marco muestral para esta investigación fue el listado de las empresas industriales dedicadas a la fabricación de ropa según la codificación de la DIGESTYC en el área metropolitana de San Salvador, y las obtenidas del Directorio ASI las cuales en conjunto ascienden a 44 empresas.

### **TAMAÑO DE LA MUESTRA.**

Para determinar el tamaño de la muestra se utilizó el Muestreo Aleatorio Simple, en donde cada uno de los elementos de la población tienen la misma posibilidad de ser elegidos. La fórmula estadística aplicable a poblaciones finitas, que es usada cuando



el total o tamaño de las unidades de análisis es conocido, tal como se muestra a continuación es:

Fórmula utilizada:

$$n = \frac{Z^2 PQN}{(N-1) e^2 + PQZ^2}$$

Donde:

n = Tamaño de la muestra a estudiar

Z = Número de desviaciones estándar

P = Probabilidad de tener éxito

Q = Probabilidad de un fallo

N = Tamaño de la población objeto de estudio

e = Error tolerable

Y donde a los distintos elementos de la fórmula se le asignaron los siguientes valores:

$$Z = 1.96$$

$$P = 0.80$$

$$Q = 0.20$$

$$e = 0.12$$

$$N = 44$$

Al sustituir los datos en la fórmula se obtuvo el tamaño de la muestra:

$$n = \frac{(1.96)^2 (0.80) (0.20) (44)}{(44-1) (0.12)^2 + (0.80) (0.20) (1.96)^2}$$

$$n = 21.92$$

$$n = 22$$

## 6. RECOPIACIÓN DE DATOS.

Para realizar un análisis objetivo y confiable en el tema en estudio se hizo uso de instrumentos, con los cuales se facilitó el uso y manejo de la información a obtener.

El instrumento empleado fue la encuesta. Preparado con preguntas claras y precisas de opción múltiple semi-cerradas y solamente una pregunta, totalmente abierta con el objetivo que se proporcionara la información de importancia que enriqueciera, validara o confirmara los datos suministrados, en donde se realizaron consultas a administradores, encargados y contadores de las empresas industriales, o personal relacionado a efecto de conocer con el mayor nivel de profundidad posible la situación de las empresas, de tal manera que se elaborara una propuesta que respondiera a las necesidades existentes. A continuación se desarrolla la tabulación de las interrogantes.

## 7. TABULACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS DATOS.

### Pregunta 1:

Cargo que desempeña en la empresa.

**Objetivo:** Confirmar que las personas que contestaron la encuesta se encontraban desempeñando el cargo para quienes iba dirigida.

CARGO QUE DESEMPEÑA	Nº DE ENCUESTADOS	PORCENTAJE
Gerente General	3	13.64%
Asistente de Gerencia	4	18.18%
Administrador	6	27.27%
Encargado de compras	1	4.55%
Gerente de Recursos Humanos	1	4.55%
Gerente de Ventas	2	9.09%
Contador	4	18.18%
Gerente de Producción	1	4.55%
<b>TOTAL</b>	<b>22</b>	<b>100.00%</b>

### ANÁLISIS.

Según los datos definidos de las 22 empresas encuestadas, tenemos que el 27.27% corresponde a Administradores, el 13.64% Gerentes generales, 18.18% Contadores; los Asistentes de gerencia representan una proporción del 18.18%, siendo estos cuatro cargos los más significativos de la muestra, mientras que el 22.73% restante corresponde a otros cargos tales como Gerente de Ventas, de Producción, de Gerente de Recursos Humanos y encargado de compras.

Observando el resultado, se ha logrado cumplir con el objetivo de la interrogante que era recoger información de administradores y contadores, o en su defecto con personas relacionadas y con conocimientos sobre el área administrativa y contable.

Por otra parte se logra definir un parámetro importante, y es que las personas a cargo de las pequeñas empresas en esta industria son en su mayoría administradores únicos.

**Pregunta 2:**

Forma legal de la empresa

**Objetivo:** Determinar si la entidad es una sociedad o posee un solo propietario, situación que permitirá indagar sobre su situación actual.

FORMA LEGAL DE LA EMPRESA	Nº DE ENCUESTADOS	PORCENTAJE
PERSONA JURIDICA	11	50%
PERSONA NATURAL	11	50%
<b>TOTAL</b>	<b>22</b>	<b>100%</b>

**ANÁLISIS.**

En cuanto a la forma legal de la empresa se logró determinar que el 50% de las entidades que conforman la muestra están

constituidas como personas jurídicas (sociedades), consecuentemente el otro 50% operan bajo la propiedad de persona natural.

Se puede inducir que gran parte de la pequeña industria salvadoreña dedicada a la fabricación de ropa no funciona como sociedad, lo que puede implicar que para efectos de valoración de la empresa, no se tenga en forma definida la utilización de bienes para la operatividad de dicha empresa y los bienes y derechos que le son propios a las actividades personales que el propietario puede realizar, siendo esto una limitante propia de la naturaleza de una pequeña empresa.

Por consiguiente la determinación del método a emplear tomaría en cuenta la característica de este tipo de negocios.

**Pregunta 3:**

Tiempo de operar de la empresa

**Objetivo:** Precisar si es una entidad con historia financiera o es una empresa de nueva economía.

TIEMPO DE OPERAR DE LA EMPRESA	Nº DE ENCUESTADOS	PORCENTAJE
DE 1 HASTA 4	4	18.18%
DE 5 HASTA 15	10	45.45%
DE 16 HASTA 30	5	22.73%
DE 31 HASTA 50	3	13.64%
<b>TOTAL</b>	<b>22</b>	<b>100%</b>

### **ANÁLISIS.**

En lo que respecta al tiempo de operar el 45.45% de los encuestados oscilan entre los 5 y 15 años, una proporción de 22.73%, tienen entre 16 y 30 años de operar; una porción un tanto menor y que representa el 18.18% son prácticamente empresas nuevas y el resto operan desde hace 31 a 50 años.

Para la determinación de un método específico de valoración el tiempo de operar, representa en punto de partida importante dado que los insumos primordiales para dicha valoración será la información financiera contable, para lo cual es necesario que exista un historial de la empresa, sobre todo en métodos de actualización tales como el flujo de fondos. Según la tendencia, las empresas con un tiempo de operar menor a 5 años sólo representan cerca de una quinta parte de la muestra.

#### **Pregunta 4:**

¿Cuántos empleados laboran en la empresa?

**Objetivo:** Establecer si la empresa posee el número de empleados necesarios para calificar como pequeña empresa.

INTERVALO DE EMPLEADOS	Nº DE ENCUESTADOS	PORCENTAJE
DE 1 HASTA 15	8	36.36%
DE 16 HASTA 30	9	40.91%
DE 31 HASTA 50	1	4.55%
DE 51 HASTA 70	4	18.18%
<b>TOTAL</b>	<b>22</b>	<b>100.00%</b>

### **ANÁLISIS.**

En lo referido al número de empleados, el 40.91% de las empresas poseen de 16 a 30 trabajadores, el 36.36% tienen de 1 a 15 personas laborando, y el 4.55% poseen de 31 a 50 empleados.

Es decir, que la mayor parte de empresas tienen hasta 30 empleados. Sin embargo la tabla muestra un intervalo adicional que ubica el 18.18% con un número de empleados entre 51 y 71 que aparentemente no deberían ser calificados dentro del criterio de clasificación de la pequeña empresa adoptado por CONAMYPE, que es hasta 50 empleados; pero cabe señalar que al indagar sobre la estructura laboral de estas organizaciones poseen un exceso de entre 15 y 30 empleados que no forman parte de la misma, de manera permanente, llegando a poseer en un momento determinado hasta 40 o menos empleados. Adicionalmente se debe puntualizar que si bien dichas empresas pueden superar los 50 empleados su

nivel de ingresos permanece dentro del rango estipulado para la pequeña empresa.

**Pregunta 5:**

¿Posee el negocio una estructura organizativa definida?

**Objetivo:** Conocer si la pequeña industria de Fabricación de Ropa en la zona metropolitana de San Salvador tiene líneas de dirección definidas.

ESTRUCTURA ORGANIZATIVA	Nº DE ENCUESTADOS	PORCENTAJE
SI	14	63.64%
NO	8	36.36%
<b>TOTAL</b>	<b>22</b>	<b>100.00%</b>

**ANÁLISIS.**

El 63.64% de los elementos de la muestra señalan que tienen una estructura organizativa definida, mientras que la parte restante carece de la misma.

De acuerdo a lo anterior, gran parte de las unidades de observación dice poseer jerarquías organizacionales, que para efectos de valoración pretende en un sentido último la toma de decisiones entre diferentes alternativas. De acuerdo a la teoría de la creación de valor, una estructura organizativa, aunque no grande, pero sí bien definida, contribuye a generar valor



agregado a través de la masificación de recursos y la gestión empresarial.

**Pregunta 6:**

Si la respuesta a la pregunta anterior fue positiva, ¿Qué unidades conforman los principales niveles organizativos?

**Objetivo:** Evaluar cuáles son las líneas de dirección existentes en la pequeña industria de fabricación de ropa que permitan inducir la utilización de una metodología específica de valoración de acuerdo a su estructura.

UNIDADES ESTRUCTURALES	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
JUNTA DIRECTIVA	4	18.18%
GERENCIA GENERAL	11	50.00%
GERENCIA ADMINISTRATIVA	7	31.82%
GERENCIA FINANCIERA	1	4.55%
GERENCIA DE VENTAS	4	18.18%
GERENCIA DE PRODUCCION	5	22.73%
PERSONAL	5	22.73%
COMPRAS	5	22.73%
AUDITORIA INTERNA	2	9.09%
CONTABILIDAD	8	36.36%
SERVICIOS GENERALES	2	9.09%
RECEPCION	4	18.18%
OTROS	3	13.64%

**ANÁLISIS.**

El cargo de Gerente General parece ser uno de los más utilizados dentro de la pequeña industria de fabricación de ropa, correspondiéndole el 50% del total de empresas investigadas; un 36.36%, posee un departamento de contabilidad. La función de

Gerencia Administrativa es utilizada por el 31.82%; en su orden la siguen la Gerencia de producción, de Personal y Compras fijadas en un 22.73% de las empresas. Con un porcentaje poco menos significativo, se encuentran las unidades organizativas de Junta Directiva, Gerencia de Ventas y Departamento de Recepción. Otras unidades como auditoria interna y servicios generales presentan un porcentaje de utilización mínimo en la estructura organizativa de las entidades.

El departamento menos usual de todos los enumerados por los encuestados es el de Gerencia Financiera, lo cual obviamente representa una limitante, ya que en una línea de mando bien definida, dicha Gerencia sería la más relacionada para efectos de valoración.

Por otra parte hay puntos a considerar tales como el hecho, que solamente 8 de 22 organizaciones tengan un departamento de contabilidad definido y de forma similar que sólo 4 de 22, consideran Junta Directiva como parte de su estructura organizativa, teniendo que el 50% de la muestra son sociedades.

De lo anterior se puede deducir que al nivel de pequeña empresa la mayoría de las estructuras que se definen únicamente son de

forma, pero en la práctica no existe una adecuada segregación de funciones dadas las características de la misma.

**Pregunta 7:**

¿Cómo considera la situación actual de su empresa?

**Objetivo:** Apreciar como se encuentra la situación de la empresa en el mercado para estimar sus expectativas de valoración.

SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA	Nº DE ENCUESTADOS	PORCENTAJE
CRECIMIENTO	12	54.55%
MADUREZ	5	22.73%
RECESION	5	22.73%
<b>TOTAL</b>	<b>22</b>	<b>100.00%</b>

**ANÁLISIS.**

La determinación de la condición actual en el mercado se ha tratado de definir a través de tres conceptos esenciales que son:

- a) Crecimiento: se comprende como aquel estado de una entidad que se considera económicamente positivo y de desarrollo.
- b) Madurez: indica una situación de estabilidad que si bien es cierto no propone una situación específicamente positiva, pero tampoco una situación de disminución significativa de su potencial en el mercado,
- c) Recesión: refleja una posición de decrecimiento en el mercado, una tendencia palpable y visible a la baja.

Los resultados fueron los siguientes:

El 54.55% expresó encontrarse en situación de crecimiento, mientras que el 22.73% dijo estar en una etapa de madurez e igual proporción en una situación recesiva.

Si bien es cierto, estos parámetros no comunican una situación financiera con exactitud, permiten tener una noción de la misma y asimilarla para efectos de valoración. Así, en base a lo anterior, se puede intuir que al menos la mitad, están obteniendo ingresos por encima de sus egresos y por lo tanto generando flujos positivos, que permitan la utilización de métodos como el flujo de fondos y crea la posibilidad de suponer que su deseo de "valorar" está más orientado a cualquier razón diferente de la venta del negocio por una baja en el mercado. Por el contrario sin nos encontramos con una empresa con resultados negativos, habría dificultad si se quisiera proyectar los flujos de caja, y si hiciera el valor de la empresa resultaría afectado; en tanto que un principio primordial para la valoración de empresas es el de considerar las posibilidades de beneficios futuros como premisa básica.

**Pregunta 8:**

Señale el nivel de ventas anuales en la que se encuentra su empresa.

**Objetivo:** Determinar si la empresa clasifica, por su nivel de ingresos, como pequeña empresa y conocer el intervalo de ingresos de la muestra seleccionada.

<b>NIVEL DE VENTAS ANUALES</b>	<b>Nº DE ENCUESTADOS</b>	<b>PORCENTAJE</b>
MENORES A \$ 75,430.08	1	4.55%
DE \$ 75,430.09 HASTA \$ 150,000	15	68.18%
DE \$ 150,000.01 HASTA \$ 300,000	4	18.18%
DE \$ 300,000.01 HASTA \$ 500,000	0	0.00%
DE \$ 500,000.01 HASTA \$ 754300.80	2	9.09%
MAYORES A \$ 754,300.80	0	0.00%
<b>TOTAL</b>	<b>22</b>	<b>100%</b>

#### **ANÁLISIS.**

La mayoría de las empresas encuestadas se encuentran actualmente en un intervalo de ingresos de entre \$75,430.09 hasta \$150,000 anuales, representado por una proporción del 68.18%; la proporción de empresas más significativa que le sigue, es la que oscila entre los \$150,000.01 hasta \$300,000 anuales, siendo del 18.18%; los restantes intervalos poseen porcentajes sumamente bajos e inmaterialmente en relación a los anteriores. Cabe resaltar que dada la confidencialidad y reserva con la que las empresas manejan este tipo de información, se propuso la estructura de intervalos señalada, a fin de identificar si efectivamente podrían ser consideradas como pequeñas empresas para efectos de estudio.

Finalmente, se puede finiquitar que los ingresos de las organizaciones encuestadas oscilan entre el segundo y tercer intervalo, representado el 86.36% de la muestra total.

NOTA ACLARATORIA: Se excluyeron, consecuentemente todas aquellas empresas que se encontraban en los rangos extremos de ingresos (primero y sexto), que representaban valores fuera de los parámetros definidos, con excepción de una ( Just Garments, S.A. DE C. V.), en atención a su número de empleados y sobretodo al criterio de "operatividad" como prioritario, con una plataforma de remunerados permanentes y eventuales de más de cincuenta, y no obstante poseer ingresos inferiores al limite, se concluyó incorporarla, dado que su nivel de operaciones y estructura física observadas en la visita, se iguala al resto de organizaciones que forman parte de la muestra y sus ingresos actuales se atribuyen a que tiene alrededor de un semestre de funcionamiento.

**Pregunta 9:**

¿Qué tipo de información financiera proyectada se elabora?

**Objetivo:** Conocer si la empresa utiliza información útil para la utilización de algunos métodos de valoración y evaluar si tienen perspectivas para mantener y continuar sus operaciones.

INFORMACION FINANCIERA PROYECTADA	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
PRESUPUESTOS	7	31.82%
FLUJOS DE CAJA	3	13.64%
ESTADOS DE RESULTADO	9	40.91%
BALANCE GENERAL	12	54.55%
NINGUNO	5	22.73%

### **ANÁLISIS.**

Al evaluar qué organizaciones utilizaban y elaboraban información financiera proyectada el 54.55% señaló que elaboraban Balances, mientras que la segunda alternativa más elegida fue la del Estado de Resultados con un porcentaje del 40.91%. No obstante, se determinó que los encuestados no poseen mayores conocimientos sobre información financiera proyectada, y por los resultados obtenidos se supone hicieron alusión a Balance General y Estado de Resultado de un periodo específico o presente y no a los Estados proyectados ya que para tener una estructura de Estados Financieros Proyectados se debe comenzar desde los presupuestos y Flujos de caja que formaban parte de las alternativas de respuesta teniendo que el 31.82% dijo elaborar presupuestos; un 13.64% puntualizó sobre los flujos de caja, pudiendo constatarse, por sus comentarios que lo hacen de manera informal y solamente para auto-generarse perspectivas generalizadas, por lo tanto no existe una relación clara que permita validar la elaboración de información prospectiva.

Por otro lado sólo el 22.73% afirmó en forma rotunda y con plena noción, que no elaboran ningún tipo de información proyectada. Adicionalmente, se les ha consultado sobre el conocimiento que de los diferentes métodos de valoración poseen y que se analiza en la pregunta diez, que supondrá una relación estrecha a esta interrogante y que por las características propias de las empresas en estudio, tales como su estructura organizativa se anticipa una notable coincidencia.

**Pregunta 10:**

¿Cuáles de los siguientes métodos de valoración conoce?

**Objetivo:** Indagar el conocimiento que de los métodos de valoración tienen las personas encargadas de dirigir y manejar la información financiera de las pequeñas industrias dedicadas a la fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador.

METODO DE VALORACION QUE CONOCE	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS (VAN)	8	36.36%
VALOR NETO CONTABLE (VNC)	2	9.09%
VALOR NETO CONTABLE CORREGIDO (VNCC)	0	0.00%
VALOR DE LIQUIDACION	0	0.00%
VALOR DE REPOSICION	0	0.00%
METODOS DE MULTIPLOS	0	0.00%
VALOR ECONOMICO AGREGADO (EVA)	1	4.55%
OTROS	0	0.00%
NO RESPONDIO ( NO CONOCE NINGUNO)	15	68.18%



**ANÁLISIS.**

Al consultar sobre el conocimiento de los métodos de valoración, tenemos que el 68.18% optó por no responder, lo cual se consideró como un desconocimiento total sobre el tema. Ahora bien, el 36.36% dijo conocer acerca del método de flujo de fondos descontados, siendo este el más popular por decirlo así, de entre todos los métodos, ya que sólo el 9.09% expresó conocer el valor neto contable y un 4.55% el valor económico agregado.

El resto de métodos de valoración no obtuvo ninguna frecuencia, resultando finalmente una proporción muy baja de conocimientos sobre métodos de valoración, tales como valor neto contable corregido, valor de liquidación, valor de reposición y método de múltiplos, resultando finalmente una proporción muy baja de conocimientos sobre métodos de valoración, que coincide con el análisis realizado en la pregunta nueve, en donde se deduce en una forma indirecta que los estados financieros señalados por los encuestados no se refieren precisamente a información financiera proyectada, es decir su forma de funcionamiento en la mayoría de los casos atiende a razonar de operatividad mas que a evaluar la gestión y desempeño.

**Pregunta 11:**

Si ha valorado su empresa ¿cuál o cuáles de los métodos señalados anteriormente ha aplicado?

**Objetivo:** Considerar la aplicación de uno o más métodos de valoración por parte del encuestado para considerar su utilización.

METODO DE VALORACION QUE HA APLICADO	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
METODO DE FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS	2	9.09%
NO RESPONDIO ( NO HA APLICADO NINGUNO)	20	90.91%

**ANÁLISIS.**

Al evaluar sobre los antecedentes, en lo que respecta a la aplicación de métodos de valoración, se tiene que el 90.91% de la muestra no respondió la pregunta o afirmó no conocer ni aplicar algún método de valoración de los señalados en la pregunta número diez; consecuentemente el 9.09% afirmaron haber aplicado el método de flujos de fondos descontados.

Con esto se confirma que los historiales de aplicación de métodos de valoración en estas empresas son casi nulos, no obstante se tenga un conocimiento igualmente poco significativo sobre los mismos. De tal modo que la utilización de un método de valoración específico en la pequeña industria de fabricación de

ropa en la zona metropolitana de San Salvador, no será cuestión de cambio o seguimiento sino más bien, una implantación que pueda orientar a los empresarios a tomar sus decisiones sobre parámetros técnicos.

**Pregunta 12:**

¿Por cuáles de las siguientes razones ha valorado o con qué objetivo desearía que se valorara su empresa?

**Objetivo:** Razonar las intenciones de valoración de los encuestados para sus empresas para determinar una adecuada metodología.

RAZON POR LA QUE HA VALORADO O DESEARIA VALORAR SU EMPRESA	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
VENTA DEL NEGOCIO EN FORMA TOTAL	4	18.18%
VENTA PARCIAL DEL NEGOCIO	2	9.09%
PARA VALORAR SU POTENCIAL ECONOMICO	9	40.91%
UNA PROBABLE FUSION	1	4.55%
PARA EVALUAR EL VALOR CREADO POR LAS POLITICAS GERENCIALES	3	13.64%
NECESIDADES DE INVERSION	9	40.91%
POSIBILIDAD DE COTIZAR EN BOLSA	2	9.09%
OTROS	0	0.00%
NO RESPONDIO	6	27.27%

**ANÁLISIS.**

Como complemento a las interrogantes anteriores se consideró la intención y expectativas de los encuestados para valorar su empresa, obteniéndose que el 40.91% se expresó en virtud de conocer, a través de una valoración, el potencial económico de

su negocio. Un porcentaje de igual magnitud puntualizó que valoraría en atención a sus necesidades de inversión, un 27.27% no respondió la pregunta entendiéndose que por no conocer ninguna metodología, o no comprender el proceso de valoración no poseen expectativa alguna; otros porcentajes significativos fueron los de la Venta del negocio en forma total y para evaluar el valor creado por las políticas gerenciales con 18.18% y 13.64% respectivamente.

Por otra parte las opciones de venta parcial del negocio, posibilidad de cotizar en bolsa y una probable fusión parecen no llamar la atención de los encuestados y por ende no se consideran una intención clara por la cual pueda o quiera valorar la empresa.

En fin, la pequeña empresa en este ramo asume una posición que busca un crecimiento al puntualizar como principales expectativas la medición del potencial económico y la necesidad de inversión, en concordancia con los resultados que se reflejan en cuanto a su posición en el mercado, según la pregunta número siete.

**Pregunta 13:**

En caso de no conocer o aplicar algún método de valoración,  
¿Determina de alguna forma el valor de la empresa?

**Objetivo:** Determinar si se calcula el valor de la empresa pese a no conocer una metodología específica de valoración

DETERMINACION DEL VALOR DE LA EMPRESA	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
SI	11	50.00%
NO	6	27.27%
NO RESPONDIO	5	22.73%
<b>TOTALES</b>	<b>22</b>	<b>100%</b>

**ANÁLISIS.**

Previendo en forma anticipada un probable desconocimiento y aplicación de métodos de valoración, se efectuó la presente interrogante obteniéndose los siguientes resultados.

Un 50% expresó que sí determinaba el valor de la empresa, pese a no conocer o aplicar algún método, formando parte de la gran proporción que optó por no responder en las preguntas diez y once, referidos al conocimiento y aplicación de una metodología de valoración. Por otra parte el 27.27% dijo no determinar el valor y un 22.73% no respondió, encontrándose entre estas dos opciones los encuestados que respondieron en alternativas múltiples, sobre el conocimiento y aplicación de uno o más

métodos y los que además de no conocerlas, ni aplicarlas, tampoco determinan un valor de una u otra forma.

Por lo tanto, de alguna manera puede existir un precedente de cómo calcular el valor de la empresa, situación que se aclara con el análisis de la pregunta catorce.

**Pregunta 14:**

Si la respuesta a la pregunta anterior fue afirmativa ¿ a través de qué indicadores lo ha realizado?

**Objetivo:** Conocer la forma en que se determina el valor del negocio cuando no se aplica un método de valoración específico.

INDICADORES	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
VALOR DE LOS ACTIVOS	9	40.91%
UTILIDADES GENERADAS	5	22.73%
PATRIMONIO	2	9.09%
OTROS	1	4.55%
NO RESPONDIO	11	50.00%

**ANÁLISIS**

Con respecto a que si las empresas no aplican algún método de valoración, pero determinan el valor de la misma, un 40.91% respondió que lo hace a través de los activos, un 22.73% lo hace a través de las utilidades generadas, un 9.09% utiliza el patrimonio, mientras que un 4.55% lo hace usando procesos de

mercado. Sin embargo el 50% de las empresas encuestadas respondieron que no determinaban su valor, lo induce que dentro de este sector de la pequeña industria no existen procedimientos que conlleven a determinar la capacidad de la misma y su situación financiera mediante estados financieros y métodos de valoración.

**Pregunta 15:**

¿Considera usted que una adecuada valoración de su empresa influiría en la toma de decisiones?

**Objetivo:** Apreciar si los encuestados consideran importante el proceso de valoración en las condiciones actuales en sus respectivas entidades.

VALORACION INFLUYE EN TOMA DE DESICIONES	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
SI	17	77.27%
NO	2	9.09%
NO RESPONDIO	3	13.64%
<b>TOTALES</b>	<b>22</b>	<b>100%</b>

**ANÁLISIS.**

Los resultados obtenidos en esta pregunta indican que el 77.27% de los negocios investigados consideran que una adecuada valoración de la empresa influiría en la toma de decisiones, el 9.09% que no influye 13.64% no respondió a la interrogante.

Entre algunas de las razones más importantes que mencionaron están: Conocer el potencial del negocio para fines de inversión, crecimiento, el riesgo operativo, mejorar el uso de los recursos con los que cuenta y venta del mismo.

**Pregunta 16:**

¿Estaría interesado(a) en conocer el proceso técnico para aplicar la valoración de empresas?

**Objetivo:** Evaluar el interés que para los encuestados representa el conocer el proceso técnico para valorar adecuadamente sus entidades.

CONOCER EL PROCESO TECNICO DE VALORACION	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
SI	18	81.82%
NO	3	13.64%
NO RESPONDIO	1	4.55%
<b>TOTALES</b>	<b>22</b>	<b>100%</b>

**ANÁLISIS.**

El 81.82% de las unidades de observación muestran interés en conocer el proceso técnico para aplicar la valoración, el 13.64% contestaron que no estarían interesados, el restante 4.55% no respondió.



De acuerdo a los datos obtenidos se considera que el objetivo de la pregunta se cumplió, pues era conocer el grado de interés que los encuestados tienen acerca de valoración. Las razones principales por las que se genera la inquietud de aprender ese procedimiento son: Conocer los diferentes métodos, usarla como una herramienta de trabajo para la gerencia, establecer la situación financiera, facilitar la toma de decisiones y la actualización de conocimientos.

Por otra parte, se puede inducir que los que no están interesados en la aplicación de la valoración lo hacen por falta de conocimiento del mismo, y que su gestión administrativa y la toma de decisiones la hacen en forma mas empírica y en base a la experiencia, no así a procedimientos técnicos.

**Pregunta 17:**

¿ Le interesaría poseer una guía para la aplicación de métodos de valoración en su empresa?

**Objetivo:** Determinar si para los dirigentes y contadores de la Pequeña Industria dedicada a la Fabricación de Ropa en la Zona Metropolitana de San Salvador fuese útil la utilización de una guía que oriente la aplicación de métodos de valoración.

POSEER UNA GUIA DE VALORACION	Nº DE OBSERVACIONES	PORCENTAJE
SI	18	81.82%
NO	3	13.64%
NO RESPONDIO	1	4.55%
<b>TOTALES</b>	<b>22</b>	<b>100%</b>

### **ANÁLISIS.**

Los datos obtenidos reflejan que el 81.82% si quisiera poseer una guía de valoración de empresas, el 13.64% no se muestra interesado y el 4.55% es indiferente pues no respondió.

Es muy importante esta información, pues el propósito principal de este trabajo de investigación es proporcionar una guía que contenga los elementos necesarios para poder aplicar de una forma adecuada la valoración, y dado que un gran porcentaje de la muestra contestó afirmativamente, el objetivo se podrá cumplir.

Es relevante mencionar que una de las entidades que respondieron que no necesita esa guía es que afirman que su negocio ya está valorado y que poseen una herramienta de este tipo.

### **Pregunta 18:**

Considerando que la valoración de empresas consiste en estimar un valor apropiado de cuánto vale la empresa en un momento

determinado, ¿Qué elementos considera que debería incluir la guía mencionada en la pregunta anterior?.

**Objetivo:** Fijar, con la ayuda de los encuestados algunos elementos que a criterio de los mismos son necesarios incorporar en una guía diseñada para contribuir a que la Pequeña Industria de Fabricación de Ropa en la Zona Metropolitana de San Salvador sea valorada adecuadamente.

ELEMENTOS QUE DEBE POSEER UNA GUIA DE VALORACION	No OBSERVACIONES	PORCENTAJE
NUEVAS TENDENCIAS DE MEDICION	1	4.55%
PROCEDIMIENTOS DE UN METODO DETERMINADO	2	9.09%
GENERALIDADES	1	4.55%
OBJETIVOS	1	4.55%
CASOS PRACTICOS(claros y sencillos, formulas, pasos a seguir)	4	18.18%
VALOR DE LOS ACTIVOS, PASIVOS Y CAPITAL	7	31.82%
CAPACIDAD DE PRODUCCION (INSTALACIONES-EMPLEADOS)	1	4.55%
ESTADOS FINANCIEROS	2	9.09%
NIVELES DE RENTABILIDAD	2	9.09%
GUIA DE VALORACION	1	4.55%
AGENTES ENDOGENOS Y EXOGENOS QUE AFECTAN A LA EMPRESA(COMPETENCIA, ESTRUCTURA DE MERCADO)	3	13.64%
MANUAL DE ORGANIZACIÓN DE PERSONAL	1	4.55%
UTILIDADES	2	9.09%

### **ANÁLISIS .**

El valor de los activos, pasivos y capital es el elemento que más sobresale entre las respuestas de los encuestados con un 31.82%, le sigue con el 18.18% ejemplos de casos prácticos, con un 13.64 se ubican los agentes endógenos y exógenos(competencia, estructura de mercado) que afectan a las empresas, un 9.09% para cada uno se encuentran los procedimientos de aplicación de los

métodos, los estados financieros, niveles de rentabilidad, y las utilidades respectivamente; con un menor porcentaje aparecen elementos como: Incluir nuevas tendencias de medición, generalidades, objetivos, capacidad de producción, guía de valoración y manuales de organización de personal; todos con un 4.55% cada uno.

De acuerdo a los datos proporcionados uno de los factores que se deben tomar en cuenta está el establecer en la guía el valor de los elementos que conforman el balance de situación financiera en forma razonable, dado que está formado por los activos, pasivos y capital; así también proporcionar casos prácticos de aplicación claros y sencillos para que sean fáciles de comprender, de igual forma los factores internos y externos pueden influir en la valoración.

Por otra parte es necesario aclarar que estas alternativas no contienen todos los elementos necesarios para poder desarrollar una guía de esta naturaleza, así también hay factores que no están relacionados directamente con la valoración como los manuales de organización de personal entre otros.

## **8. DIAGNOSTICO DE LA INVESTIGACIÓN**

La valoración de empresas es una tarea que por su naturaleza, se relaciona generalmente con la administración de empresas; no obstante en la mayoría de las ocasiones, por no decir en todas, las bases utilizadas son contables, y es que en la actualidad se requiere que la contaduría pública sea verdaderamente una profesión multidisciplinaria que se involucre y forme parte conjunta con las actividades de otras profesiones.

Para el caso preciso de la valoración de empresas, en este estudio se trata de asumir el papel del contador como valuador, en cuyo desempeño, además de demostrar su conocimiento en la parte contable-financiero, debe trascender a hacer consideraciones de otros factores adicionales vinculados al área de la gestión, mercadeo y análisis del capital humano. Algunos elementos de juicio, necesarios para ello, han sido plasmados en el análisis del cuestionario de valoración de empresas dirigido a contadores y administradores de la pequeña industria dedicada a la fabricación de ropa en el área metropolitana de San Salvador y de lo cual se puede sostener lo siguiente.

La forma legal de estas empresas esta dividida en forma muy proporcional, en tanto están constituidas como una sociedad o

bajo la propiedad de una persona natural, de allí que si bien existen niveles jerárquicos, su estructura no es compleja y no en todos los casos se encuentra definida, siendo los cargos de gerencia general, contabilidad y gerencia administrativa los más usuales.

El tiempo de operar para la mayoría de las organizaciones es entre cinco y quince años y la mayor proporción de ellas posee entre uno y treinta empleados.

La situación actual en el mercado puede considerarse en un estado de crecimiento para al menos la mitad y una cuarta parte en una situación de madurez. Mientras que sus ingresos anuales prevalecen en el intervalo de entre \$75,430.09 hasta \$150,000.00. Es de este modo que se pone en evidencia la naturaleza y características de la pequeña industria de fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador.

Ahora bien, en cuanto al tipo de información financiera, se concluyó que no se utiliza información proyectada, existiendo muy poco desarrollo sobre ello, a no ser de casos muy particulares, informales y limitados.

Por otra parte, no se posee en realidad un conocimiento profundo o concreto de los métodos de valoración, existiendo nada más nociones aisladas y en algunos casos conocimientos ambiguos.

Consecuentemente en lo que respecta a su utilización, prácticamente la totalidad no ha efectuado la aplicación de un método de valoración, no teniendo por lo tanto un precedente de base, a excepción de una tan sola empresa. Pero si bien es cierto, no se conoce ni ha aplicado un método, la tendencia apunta a que en la intención de valorar prevalece una interpretación del potencial económico de la entidad y las necesidades de inversión, asimismo al menos la mitad determina el valor de su negocio en forma empírica ( sin la adopción de un método en específico) siendo el parámetro básico los activos que posee y las utilidades que genera.

Por otro lado, el razonamiento que de valoración de empresas se posee, nos lleva a establecer una relación directa con respecto a la toma de decisiones, considerándose en casi la totalidad de los casos como de relevancia. Por ende se calificó de interesante el hecho de llegar a conocer el proceso técnico para aplicar el proceso de valoración de empresas a este nivel empresarial poco aludido en cuanto a actividades de gestión.

Por lo tanto se considera necesario tener una guía para la aplicación de métodos de valoración en la pequeña industria dedicada a la fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador, y como elementos fundamentales debe incluir una consideración sobre los elementos activo, pasivo y capital; casos prácticos claros y comprensibles, así como la observación de factores endógenos y exógenos.



### **CAPÍTULO III**

## **PROPUESTA DE UNA GUIA PARA LA APLICACIÓN DE METODOS DE VALORACIÓN EN LA PEQUEÑA INDUSTRIA DEDICADA A LA FABRICACION DE ROPA EN LA ZONA METROPOLITANA DE SAN SALVADOR.**

### **1. CONSIDERACIONES GENERALES**

La presente propuesta contiene las derivaciones resultantes del estudio realizado a la Pequeña Industria de Fabricación de Ropa de la zona Metropolitana de San Salvador, exponiéndose inicialmente, en base a ello, el método seleccionado para efectuar una adecuada valoración, no obstante, de encontrarse una serie de limitantes. Además se detalla información financiera necesaria, considerando factores internos y externos, para el desarrollo del ejemplo de la utilización del método, para lo cual se tomó como referencia, la información de una pequeña empresa dedicada a la Fabricación de Ropa en la zona Metropolitana de San Salvador.

Razonablemente, el análisis financiero forma parte esencial en este capítulo para la determinación de algunos valores que el método sugiere, por lo que se ven implícitos cálculos matemáticos y algunas fórmulas en su desarrollo.

## OBJETIVO

Dar a conocer el procedimiento y metodología más adecuada para efectuar una valoración en la Pequeña Industria dedicada a la Fabricación de Ropa en la zona metropolitana de San Salvador y su aplicación mediante el desarrollo de un caso práctico.

## 2. DETERMINACIÓN DEL MÉTODO

En consideración al Diagnóstico que se formuló para esta investigación, la selección del método debe tomar en cuenta los elementos de Activo, Pasivo y Capital, pero además los elementos intangibles que no estén recogidos en forma contable y que incorporen el rendimiento de todos los recursos. En este mismo orden de ideas, el método a utilizar supone una medición del potencial económico del negocio y de alguna manera ponderar dicha medición para evaluar las necesidades de inversión.

Por lo tanto, el método que se consideró como más adecuado para esta valoración es un método mixto, que se calcula de la siguiente manera:

$$V = VNC_{pm} + VA$$

Donde:

V = Valor de la Empresa

$VNC_{pm}$  = Valor Neto Contable a precios de mercado.

VA = Valor Actual de las Rentas Futuras.

Este método es una combinación de los métodos analíticos y de rendimiento, pretendiendo de algún modo, sumar al valor patrimonial una cuantía en concepto de plusvalía por los beneficios esperados para el negocio.

El valor contable a precios de mercado establece el total de los activos reales de la empresa con base a precios actuales, es decir considerando sus características, uso y utilidad. Para este caso, se tendrá como referencia los Estados Financieros de cada empresa y las condiciones del mercado, insumos que pueden encontrarse al alcance de los administradores, permitiendo determinar factores de apreciación para cada renglón del balance. Por otro lado, la actualización supondrá el cálculo del costo promedio del capital, ponderando el riesgo que se soporta con la inversión y el rendimiento en efectivo que genera la operatividad del negocio en su totalidad.

### **3. ESQUEMA TEÓRICO DE LOS PROCEDIMIENTOS EN LA DETERMINACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA.**

#### **CONOCIMIENTO DE LA EMPRESA**

##### **3.1.1 GENERALIDADES**

Es la fase inicial del proceso que consiste en tener una noción general de la empresa objeto de valoración, tales como el nombre

comercial, la forma legal, tiempo de operar, número de empleados, número de establecimientos, ubicación geográfica y la actividad económica.

Estos datos permiten al valuador ubicarse dentro del contexto de valoración adecuado, ya sea se trate de una persona natural o de una persona jurídica; identificarse con el tipo de negocio que se desea valorar, los diferentes productos que comercializa; esbozar sobre la magnitud de erogaciones que pudiere efectuar y de manera similar analizar la incidencia que tiene la ubicación de sus diferentes punto de operación en sus condiciones comerciales.

Además, se reconoce la posibilidad de extraer datos históricos en virtud del tiempo que tiene de operar y en términos generales valorar inicialmente la empresa en forma abstracta, conociendo su funcionamiento, para luego elaborar un estudio numérico más preciso.

### **3.1.2. MOMENTO DE VALORACIÓN SELECCIONADO.**

Debe de seleccionarse un momento de valoración puntual. Por razones prácticas, puede ser al final de un año, ya que se realiza cierre del ejercicio de operaciones, no obstante, de

poder realizarse en cualquier momento de acuerdo a las necesidades que den origen al proceso de valoración.

### **3.1.3. EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA.**

Para tener conocimiento de la Situación Financiera, se hace necesario tomar como referencia, cierto número de años anteriores al momento de la valoración y también el mismo ejercicio de valoración, de modo tal que sean un modelo del comportamiento operativo del negocio, situación que sería útil, para efectuar un conveniente análisis financiero sobre las cifras que se expresan en el Estado de Resultados y el Balance General.

El tipo de análisis o su presentación, dependerá del juicio del valuador, sin embargo se recomienda un cuadro comparativo de las cifras por año, determinando al mismo tiempo las diferencias por ejercicio y su representación porcentual; lo que faculta en gran medida la toma de decisiones en cuanto a algunos parámetros de base que serán parte en el proceso de valoración tales como índices de crecimiento y evaluación de tendencias.

### **3.1.4. ANÁLISIS DEL ESTADO ACTUAL.**

Aquí convergen el conocimiento de las generalidades y el análisis de la situación financiera teniendo como resultado una

conclusión sobre como se encuentra el funcionamiento de la empresa, si sus resultados son negativos o positivos y una calificación general de su condición actual.

#### **3.1.5. OTROS ASPECTOS A CONSIDERAR.**

En la pequeña empresa es normal que no exista separación entre el patrimonio empresarial con el patrimonio de los empresarios, por lo que debe considerarse al momento de la valoración. Así mismo, debe saberse que el riesgo para el accionista o inversionista de la pequeña empresa difiere, ya que en la gran empresa el accionista diversifica su inversión y su riesgo es menor.

#### **3.2. CÁLCULO DEL VALOR NETO CONTABLE.**

Para su determinación debe razonarse la situación particular de cada uno de los renglones que conforman el activo de la empresa, e incorporar todos aquellos que no lo estén y que en la práctica forman parte del capital con el que la empresa desarrolla sus operaciones, cotejándose físicamente y estableciendo criterios de ajuste de acuerdo a las condiciones del mercado en el momento de la valoración tomando en cuenta lo siguiente:

**CAJA Y BANCOS:** El monto que se refleja en el Balance General está de acuerdo al registro de las operaciones financieras, pero se debe confirmar con el Banco en el momento preciso.

CUENTAS POR COBRAR: Debe considerarse la antigüedad de las cuentas por cobrar, procurando que se conserve un monto que revele las expectativas reales de recuperación de créditos y analizar el cálculo de la estimación de cuentas incobrables.

INVENTARIOS: Como se trata de empresas industriales debe dividirse en inventario de materia prima, inventario de productos en proceso e inventario de productos terminados; tratando que cada separación refleje el precio actual de mercado, tomando en cuenta sus condiciones de uso, así como también los niveles de deterioro y pérdida.

ACTIVOS FIJOS: En este caso debe tomarse como referencia, las cotizaciones actuales de los bienes de similares características, consultándose a personas que participan en la transferencia o comercialización de dichos bienes. Las especificaciones pueden ser importantes al momento de valorar así como también su producción o utilización actual.

OTROS ACTIVOS: Por lo general suelen ser gastos pagados por anticipado tales como seguros o alquileres, y que podría darse por entendido que sus montos reflejan lo que efectivamente se ha pagado o erogado, no obstante habrá que razonar si realmente se respaldan y se liquidan adecuadamente.

Por regla general todos los activos deben reflejar su precio de mercado al momento de la valoración.

### **3.3. DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE FONDOS PROYECTADO.**

#### **3.3.1. INFORMACIÓN GENERAL**

Para el cálculo de los flujos de fondos proyectados se toma de base los estados financieros existentes en la empresa con valores históricos, a partir de los cuales se calcula un conjunto de variables que permiten determinar los flujos de fondos previstos.

Es importante mencionar que para el período de proyección u horizonte de planeación se toman por lo general 5 años, pues es un lapso de tiempo en el que se puede establecer una tendencia bastante clara, aunque se considera también que mientras más grande es el horizonte, existe mayor probabilidad de desviaciones debido a los factores cambiantes de mercado; es por eso que cuando se trata de una pequeña empresa, un período de cinco años pudiera generar resultados más subjetivos dado que las condiciones en el mercado podrían influir en un cambio significativo y no poder seguir la misma tendencia, dadas las limitantes que las empresas de este tipo tienen en cuanto a planificación estratégica, vulnerabilidad con respecto a la gran



empresa, es por eso que es conveniente utilizar un periodo menor para valorar este tipo de negocios.

### 3.3.2. ÍNDICES NECESARIOS PARA EL FLUJO

Para determinar correctamente los valores que componen el flujo de fondos es necesario hacer uso de ciertos índices que muestran una tendencia en el comportamiento de cada renglón de los estados financieros, y que van a ser útiles para proyectar los valores dentro del flujo de fondos, pues que generen bastante confianza en cuanto a la razonabilidad de las cifras calculadas.

Entre los más importantes están:

INDICE	FORMULAS
PORCENTAJE DE VARIACION DE INGRESOS *	$\frac{\text{VENTAS 2003} - \text{VENTAS 2002}}{\text{VENTAS 2002}}$
PROMEDIO DE CUENTAS POR COBRAR 2001- 2003	$\frac{\text{CXC 2001} + \text{CXC 2002} + \text{CXC 2003}}{3}$
PROMEDIO DE VENTAS 2001-2003	$\frac{\text{VTAS 2001} + \text{VTAS 2002} + \text{VTAS 2003}}{3}$
FACTOR DE VENTAS EFECTUADAS AL CREDITO	$\frac{\text{PROM. DE CTAS POR COB. 2001-2003}}{\text{PROMEDIO DE VENTAS 2001-2003}}$
FACTOR DE VENTAS EFECTUADAS AL CONTADO	1 - FACTOR DE VENTAS EFECTUADAS AL CREDITO
FACTOR DE COMPRAS EFECTUADAS AL CREDITO	$\frac{\text{SALDO DE PROVEEDORES.}}{\text{COMPRAS}}$

FACTOR DE COMPRAS EFECTUADAS AL CONTADO	1 - FACTOR DE COMPRAS EFECTUADAS AL CREDITO
FACTOR DE GASTOS EFECTUADOS AL CREDITO (No incluye gastos que no se provisionan)	ACREEDORES VARIOS (2001,2002,2003) GROS DE FAB. + GROS. DE VTA + GROS. DE ADMÓN. (2001,2002,2003)
FACTOR DE GASTOS EFECTUADOS AL CONTADO	1 - FACTOR DE GASTOS EFECTUADOS AL CREDITO

\* No se considera el año 2001 porque refleja un nivel de ingresos que dista de las expectativas actuales

### 3.3.3. COMPOSICIÓN DE LOS ELEMENTOS DEL FLUJO DE FONDOS

1. Entradas de efectivo: Estas se componen generalmente, por los ingresos en efectivo, cobros a clientes, venta de algún activo fijo, y por otros ingresos no periódicos.
2. Costos Variables: Lo constituyen las compras de materiales, materia prima y mano de obra al contado, más los pagos efectuados en ese concepto correspondiente a costos del año anterior al que se valora.
3. Costos fijos: Por lo general, lo conforma los gastos de fabricación cancelados en el ejercicio financiero que se proyecta más los costos de años anteriores que se cancelan en el período.
4. Gastos de operación: Son los gastos de venta y de administración que se pagan en el mismo período que se está

proyectando sumado con los gastos pagados que vienen del ejercicio o ejercicios anteriores.

5. Compras de activo fijo: Son todos los desembolsos efectuados por la adquisición de activos fijos en el año, o en períodos anteriores.
6. Gastos financieros: Son las erogaciones en concepto de intereses por préstamos bancarios, y otros créditos.
7. Dividendos: Son la suma de efectivo que se distribuye a los socios en concepto de dividendos por las utilidades obtenidas.
8. Impuestos: Es la aplicación de la tasa establecida por las leyes tributarias a la utilidad neta para hacer efectivo el pago de los respectivos impuestos

#### **3.3.4. MODELO DEL FLUJO DE EFECTIVO**

El modelo de flujo de efectivo que más se utiliza por su facilidad y conveniencia es el siguiente:

**FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO**  
**(AÑO BASE 200x)**

CONCEPTO	PERIODOS	
	200x	200y
ENTRADAS DE EFECTIVO		
COSTOS VARIABLES		
COSTOS FIJOS		
GASTOS DE VENTA		
GASTOS DE ADMÓN.		
GASTOS FINANCIEROS (INTERESES)		
DEPRECIACIÓN		
UTILIDAD BRUTA		
IMPUESTO		
UTILIDAD NETA		
DEPRECIACIÓN		
COMPRAS DE ACTIVO FIJO		
ABONO A PRESTAMOS		
PAGO DE DIVIDENDOS		
FLUJO DE CAJA		

### 3.3.5. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE ACTUALIZACIÓN

La tasa de descuento utilizada será una tasa de oportunidad de mercado que contemple el riesgo de acuerdo con la naturaleza del negocio y debe ser convenida entre las partes que analizan la transacción. Debe tenerse presente que a medida que aumente la tasa de descuento disminuye el valor presente de los flujos de fondos.

Para determinar el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC); conocido también por sus siglas (CPPC) se hará uso de la siguiente fórmula:

$$\frac{S}{S+d} (re) + \frac{D}{s+d} [rd (1-t)] \quad \text{todo ello en términos porcentuales}$$

En donde:

s	=	Capital
d	=	Monto de la deuda
re	=	Costo de capital requerido por los accionistas
rd	=	tasa de interés de la deuda

### 3.3.6 ACTUALIZACIÓN DE LOS FLUJOS DE FONDOS

Para la actualización de los flujos de efectivo proyectados se utilizará la fórmula del valor presente:  $VA = VF / (1 + i)^n$

en donde:

VA	:	Valor Presente
VF	:	Valor Futuro proyectado
i	:	Tasa de interés de descuento
n	:	Periodo

En conclusión, el valor justo a pagar por una empresa sería la suma del valor del activo neto en el mercado más el valor de los flujos de efectivo actualizados, es decir:

$$\text{VALOR DE EMPRESA} = \text{VNC}_{\text{pm}} + \text{VA}$$

En donde:  $\text{VNC}_{\text{PM}} =$  Activo a precios de mercado

$\text{VA} =$  Valor presente de las rentas futuras

Es importante anotar que la cifra obtenida mediante estas fórmulas sólo servirá como base de negociación, debido a que existen factores cualitativos que afectan el valor comercial de un negocio, como por ejemplo: riesgos de cambios políticos,

económicos, tecnológicos; alteración en los gustos y preferencias del consumidor final de los bienes y servicios que produce la empresa; concentración del conocimiento en la producción o mercadeo del producto en particular, la calidad del personal de la organización y cualquier otro fenómeno que afecte la percepción que del negocio tiene el mercado.

#### **4. CASO PRÁCTICO DEL PROCESO DE VALORACIÓN DE EMPRESAS**

##### **4. 1. CONOCIMIENTO DE LA EMPRESA.**

###### **4.1.1 GENERALIDADES**

**Nombre:** "La Pequeña Industria" (Nombre Asignado)

**Forma Legal:** Sociedad Anónima de Capital Variable.

**Tiempo de Operar:** 48 Años.

**N° de empleados:** 25

**Establecimientos:** 2 (1 sala de venta y 1 local para producción, oficina y bodega)

**Ubicación:** Zona Metropolitana de San Salvador

**Giro:** Fabricación de Ropa (Shorts, Camisas, Camisetas, Centros y Blusas)

###### **4.1.2 MOMENTO DE VALORACIÓN SELECCIONADO**

*ESTADOS FINANCIEROS A DICIEMBRE 2003.*

### 4.1.3 EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA. (2001-2003)

**LA PEQUEÑA INDUSTRIA S. A. DE C. V.**  
**BALANCE GENERAL COMPARATIVO EJERCICIOS 2001-2002 Y 2002-2003**  
**(EXPRESADOS EN DOLARES AMERICANOS)**

CONCEPTO	AÑO		Dif.	% incred/decre m.			Dif.	% incred/dec rem.
	2001	2002			2002	2003		
<b>ACTIVO</b>								
<b>CIRCULANTE</b>								
CAJA	534.92	1,589.08	1,054.16	1.97	1,589.08	637.60	(951.48)	(0.60)
BANCOS	442.82	1,481.24	1,038.42	2.35	1,481.24	86.15	(1,395.09)	(0.94)
CUENTAS POR COBRAR	27,646.93	17,673.94	(9,972.99)	(0.36)	17,673.94	21,719.38	4,045.44	0.23
INV. DE MATERIA PRIMA	16,051.01	24,062.75	8,011.74	0.50	24,062.75	21,993.76	(2,068.98)	(0.09)
INV. DE PRODUCTOS TERMINADOS	82,189.89	108,559.74	26,369.85	0.32	108,559.74	101,513.40	(7,046.34)	(0.06)
INV. DE PRODUCTOS EN PROCESO	28,343.58	34,481.59	6,138.01	0.22	34,481.59	33,536.05	(945.55)	(0.03)
<b>FIJO</b>								
INSTALACIONES (TERRENOS Y EDIFICIOS)	6,714.41	6,714.41	(0.00)	(0.00)	-	6,714.41	-	-
DEP. DE INSTALACIONES	(6,714.41)	(6,714.41)	-	-	-	(6,714.41)	-	-
MOBILIARIO Y EQUIPO	20,313.38	20,313.38	-	-	491.43	20,804.81	491.43	0.02
DEP. DE MOBILIARIO Y EQUIPO	(12,188.03)	(15,235.03)	(3,047.01)	0.25	(3,210.82)	(18,445.85)	(3,210.82)	0.21
EQUIPO DE REPARTO	27,452.43	35,302.51	7,850.08	0.29	-	35,302.51	-	-
DEP. DE EQUIPO DE REPARTO	(10,980.97)	(16,303.26)	(5,322.29)	0.48	(5,322.29)	(21,625.54)	(5,322.29)	0.33
MAQUINARIA Y EQUIPO	270,035.09	271,520.80	1,485.71	0.01	66,754.29	338,275.09	66,754.29	0.25
DEP. DE MAQUINARIA Y EQUIPO	(90,021.20)	(101,449.77)	(11,428.57)	0.13	(25,682.91)	(127,132.69)	(25,682.91)	0.25
<b>DIFERIDO</b>								
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	11,109.20	8,002.73	(3,106.47)	(0.28)	8,002.73	9,804.52	1,801.79	0.23
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>370,929.05</b>	<b>389,999.70</b>	<b>19,070.65</b>	<b>0.05</b>	<b>228,880.77</b>	<b>416,469.19</b>	<b>26,469.49</b>	<b>0.07</b>
<b>PASIVO</b>								
<b>CIRCULANTE</b>								
PROVEEDORES	20,432.03	17,689.52	(2,742.51)	(0.13)	(4,123.36)	13,566.15	(4,123.36)	(0.23)
ACREEDORES VARIOS	21,939.44	20,837.90	(1,101.54)	(0.05)	20,837.90	24,691.94	3,854.04	0.18
RESERVA LABORAL	4,571.43	4,571.43	-	-	4,571.43	382.17	(4,189.26)	(0.92)
FONDO PARA CESANTIAS	382.17	4,953.60	4,571.43	11.96	4,953.60	4,571.43	(382.17)	(0.08)
<b>PASIVO A LARGO PLAZO</b>								
PRESTAMOS A LARGO PLAZO	26,192.41	20,958.12	(5,234.29)	(0.20)	-	12,396.55	(8,561.57)	(0.41)
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>73,517.48</b>	<b>69,010.57</b>	<b>(4,506.91)</b>	<b>(0.06)</b>	<b>26,239.56</b>	<b>55,608.24</b>	<b>(13,402.32)</b>	<b>(0.19)</b>
<b>PATRIMONIO</b>								
CAPITAL SOCIAL	153,164.72	261,572.15	108,407.43	0.71	261,572.15	322,781.54	61,209.39	0.23
RESERVA LEGAL	27,277.34	27,773.92	496.58	0.02	27,773.92	27,811.26	37.34	0.00
UTILIDADES EJERCICIOS ANTERIORES	92,417.30	26,695.02	(65,722.28)	(0.71)	26,695.02	4,948.04	(21,746.98)	(0.81)
UTILIDADES EJERCICIOS CORRIENTES	24,552.21	4,948.04	(19,604.17)	(0.80)	372.07	5,320.11	372.07	0.08
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>297,411.57</b>	<b>320,989.13</b>	<b>23,577.56</b>	<b>0.08</b>	<b>316,413.16</b>	<b>360,860.95</b>	<b>39,871.82</b>	<b>0.12</b>

**LA PEQUEÑA INDUSTRIA S. A. DE C. V.**  
**ESTADO DE RESULTADO COMPARATIVO EJERCICIOS 2001-2003**  
**(EXPRESADOS EN DOLARES AMERICANOS)**

CONCEPTO	AÑO		Dif.	% incred/ decrem			Dif.	% incred/ decrem
	2001	2002			2002	2003		
VENTAS	815,103.37	592,780.39	(222,322.98)	(0.27)	592,780.39	579,576.37	(13,204.02)	(0.02)
INV. INI DE PROD. TERMINADO	67,250.69	82,189.89	14,939.21	0.22	82,189.89	108,559.74	26,369.85	0.32
INV. INI DE MP	21,165.41	16,051.01	(5,114.40)	(0.24)	16,051.01	24,062.75	8,011.74	0.50
<b>MAS:</b>								
COMPRAS	464,257.01	322,424.23	(141,832.79)	(0.31)	322,424.23	245,006.10	(77,418.13)	(0.24)
MP DISPONIBLE	485,422.42	338,475.24	(146,947.18)	(0.30)	338,475.24	269,068.85	(69,406.39)	(0.21)
<b>MENOS:</b>								
INVENTARIO FINAL DE MP	16,051.01	24,062.75	8,011.74	0.50	24,062.75	21,993.76	(2,068.98)	(0.09)
MP CONSUMIDA	469,371.41	314,412.49	(154,958.92)	(0.33)	314,412.49	247,075.09	(67,337.40)	(0.21)
<b>MAS:</b>								
GASTOS DE PRODUCCION	135,300.83	121,258.81	(14,042.02)	(0.10)	121,258.81	138,592.43	17,333.62	0.14
M DE O	146,211.25	140,179.31	(6,031.95)	(0.04)	140,179.31	129,248.26	(10,931.05)	(0.08)
TOTAL COSTO DE PROD.	750,883.50	575,850.61	(175,032.89)	(0.23)	575,850.61	514,915.78	(60,934.83)	(0.11)
<b>MAS:</b>								
INV. INI DE PROD. EN PROCESO	20,013.66	28,343.58	8,329.92	0.42	28,343.58	34,481.59	6,138.02	0.22
<b>MENOS:</b>								
INV. FINAL DE PROD. EN PROC.	28,343.58	34,481.59	6,138.02	0.22	34,481.59	33,536.05	(945.55)	(0.03)
TOTAL COSTO DE LO PRODUCIDO	742,553.57	569,712.60	(172,840.97)	(0.23)	569,712.60	515,861.32	(53,851.28)	(0.09)
CTO DE PROD. DISPON. P/LA VENTA	809,804.26	651,902.49	(157,901.77)	(0.19)	651,902.49	624,421.06	(27,481.43)	(0.04)
<b>MENOS:</b>								
INV. FINAL DE PROD. TERMINADO	82,189.89	108,559.74	26,369.85	0.32	108,559.74	101,513.40	(7,046.34)	(0.06)
COSTO DE LO VENDIDO	727,614.37	543,342.75	(184,271.62)	(0.25)	543,342.75	522,907.66	(20,435.09)	(0.04)
UTILIDAD BRUTA EN VENTA	87,489.00	49,437.64	(38,051.36)	(0.43)	49,437.64	56,668.71	7,231.07	0.15
OTROS INGRESOS	-	9,868.57	9,868.57		9,868.57	-	(9,868.57)	(1.00)
GASTOS DE OPERACIÓN	52,288.70	52,212.03	(76.67)	(0.00)	52,212.03	49,041.31	(3,170.72)	(0.06)
GASTOS DE VENTA	36,188.37	36,895.49	707.13	0.02	36,895.49	32,879.33	(4,016.16)	(0.11)
GASTOS DE ADMON	12,427.01	13,342.01	915.00	0.07	13,342.01	12,061.26	(1,280.75)	(0.10)
GASTOS FINANCIEROS	3,673.32	1,974.53	(1,698.79)	(0.46)	1,974.53	4,100.72	2,126.19	1.08
UTILIDAD ANTES DE IMP. Y RESERVA	35,200.30	7,093.96	(28,106.34)	(0.80)	7,093.96	7,627.40	533.44	0.08
RESERVA LEGAL	2,464.02	496.58	(1,967.44)	(0.80)	496.58	533.92	37.34	
UTILIDAD ANTES DEL IMPUESTO	32,736.28	6,597.38	(26,138.90)	(0.80)	6,597.38	7,093.48	496.10	0.08
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	8,184.07	1,649.35	(6,534.72)	(0.80)	1,649.35	1,773.37	124.02	
UTILIDAD NETA	24,552.21	4,948.04	(19,604.17)	(0.80)	4,948.04	5,320.11	372.07	0.08



#### **4.1.4. ANÁLISIS DEL ESTADO ACTUAL.**

La empresa se desarrolla con normal funcionamiento, es decir que no se trata de una empresa con resultados negativos, sin embargo sus ingresos reflejan una disminución en el periodo. En este caso particular se podría prever la entrada a una fase de decrecimiento.

#### **4.2. CÁLCULO DEL VALOR NETO CONTABLE.**

INFORMACIÓN NECESARIA Y DESARROLLO.

a) *El Saldo de la cuenta Bancos en contabilidad al momento de la valoración es de \$86.15 sin embargo los reportes bancarios muestran un saldo de \$3,662.*

\* Para efectos de valoración se tomará el saldo de los reportes bancarios.

b) *No se ha reflejado una estimación para cuentas incobrables para el año base 2003.*

\* Los administradores consideran por la experiencia y estadísticas propias, que anualmente no se logra cobrar cerca del 2.5%, por lo que se estima que su monto es de aproximadamente \$542.98

c) Los inventarios en su mayoría registran costos que en la actualidad se mantienen, excepto algunos elementos de la materia prima y que se adquirieron a un precio menor de su costo actual de mercado estando en buenas condiciones para su utilización, tal como se detalla a continuación:

<b>MATERIA PRIMA</b>	<b>VALOR EN LIBROS</b>	<b>VALOR ACTUAL</b>	<b>DIFERENCIA</b>
<b>SODA ASH LIGH</b>	\$ 18.57	\$ 24.00	\$ 5.43
<b>SULFATO DE SODIO</b>	\$ 77.71	\$ 85.71	\$ 8.00
<b>HUMECTANTE DE TELAS</b>	\$ 96.00	\$ 109.71	\$ 13.71
<b>COLORANTE ROJO</b>	\$ 1,262.86	\$ 1,372.57	\$ 109.71
<b>ANTIESPUMANTE</b>	\$ 89.60	\$ 97.14	\$ 7.54
<b>COLORANTE AZUL</b>	\$ 3,220.00	\$ 3,329.14	\$ 109.14
<b>TOTALES</b>	<b>\$ 4,764.74</b>	<b>\$ 5,018.29</b>	<b>\$ 253.54</b>

Además no se estima una reserva por deterioro, pérdida o desperdicio.

\* El inventario de materia prima al final del ejercicio refleja un saldo de \$21,993.76 mientras que el incremento total en Materia Prima es de \$253.54, representando el 1.15% por lo que puede considerarse un incremento global en esa cuantía cuya suma da como resultado \$22,247.30

Así mismo, también se sabe que el valor de los productos terminados y de los productos en proceso que no se realizan (comercializan) fácilmente, deterioran o generan pérdida representan un 3.4% del valor total de los respectivos

inventarios, según aseveraciones de los administradores en base a sus estadísticas estimándose en un monto de \$4,591.68

d) *Para el desarrollo de sus actividades la empresa utiliza dos locales: para producción y para ventas. Estos no se han incluido en los Estados Financieros ya que se encuentran a nombre del principal accionista.*

\* Se sabe que la Sociedad es de naturaleza familiar, no obstante su calidad de Sociedad Anónima (persona jurídica); que no existe cobro alguno en concepto de arrendamiento, y dichos locales se utilizan únicamente para realizar actividades propias de la empresa, se incluirán como parte del valor comercial del negocio. Su valor actual se estima en \$45,377.02 y \$9,571

e) *En el mobiliario y equipo existen bienes que contablemente ya están depreciados y que no poseen valor de rescate.*

\* El mobiliario y equipo presenta un valor razonable con respecto a las cifras en el mercado; pero algunos de los que ya están depreciados, por la vida útil que se les estimó inicialmente, aun se les considera un valor en el mercado y

que representaría un incremento en el rubro de aproximadamente \$850.

*f) El equipo de reparto se cotiza a un precio equivalente a su valor en libros.*

*g) Parte de la maquinaria y equipo se encuentra contablemente depreciada. Su vida útil estimada ha sido de entre 4 a 5 años.*

*\* A la maquinaria ya depreciada, dadas sus actuales condiciones de uso se le estima un valor actual de \$3,600. Para la maquinaria aun no depreciada se espera que rinda por más tiempo del programado contablemente, de acuerdo a las especificaciones de los fabricantes, por lo que se considera un valor adicional de aproximadamente \$6,250 con respecto a su valor neto en libros.*

*h) Los gastos pagados por anticipados están compuestos por seguros para maquinaria y vehículos pendientes de liquidar al cierre del ejercicio y cuyo monto se considera está acorde a las condiciones del mercado dada su naturaleza.*

A continuación se presenta el resultado comparativo de la determinación del Valor Neto Contable a precios de mercado:

LA PEQUEÑA INDUSTRIA S.A. DE C.V.					
DETERMINACION DEL VALOR NETO CONTABLE					
AÑO 2003					
ACTIVOS	VALOR EN LIBROS	VALOR DE MERCADO	PASIVOS	VALOR EN LIBROS	VALOR DE MERCADO
<b>CIRCULANTE</b>			<b>CIRCULANTE</b>		
CAJA	\$ 637.60	\$ 637.60	PROVEEDORES	\$ 13,566.15	\$ 13,566.15
BANCOS	\$ 86.15	\$ 3,662.00	ACREEDORES VARIOS	\$ 15,264.61	\$ 15,264.61
CUENTAS POR COBRAR	\$ 21,719.38	\$ 21,719.38	OTRAS CUENTAS POR PAGAR	\$ 9,427.33	\$ 9,427.33
ESTIMAC. PARA CTAS. INCOBRABLES	\$ -	\$ (542.98)	<b>OTROS</b>		
INV. DE MATERIA PRIMA	\$ 21,993.76	\$ 22,247.30	RESERVA LABORAL	\$ 382.17	\$ 382.17
INV. DE PRODUCTOS TERMINADOS	\$ 101,513.40	\$ 101,513.40	FONDO PARA CESANTIAS	\$ 4,571.43	\$ 4,571.43
INV. DE PRODUCTOS EN PROCESO	\$ 33,536.05	\$ 33,536.05	<b>FIJO</b>		
RESERVA POR DETERIORO Y PERDIDA DE INV.	\$ -	\$ (4,591.68)	PRESTAMOS DE LARGO PLAZO	\$ 12,396.55	\$ 12,396.55
<b>FIJO</b>			<b>TOTAL PASIVO</b>	\$ 55,608.24	\$ 55,608.24
INSTALACIONES (TERRENOS Y EDIFICIOS)	\$ 6,714.41	\$ 61,662.43	<b>PATRIMONIO</b>		
DEP. DE INSTALACIONES	\$ (6,714.41)		CAPITAL SOCIAL	\$ 318,862.24	
MOBILIARIO Y EQUIPO	\$ 20,804.81	\$ 3,208.96	RESERVA LEGAL	\$ 27,277.34	
DEP. DE MOBILIARIO Y EQUIPO	\$ (18,445.85)		UTILIDADES EJERCICIOS ANTERIORES	\$ 7,093.96	
EQUIPO DE REPARTO	\$ 35,302.51	\$ 13,676.97	UTILIDADES EJERCICIOS CORRIENTES	\$ 7,627.40	
DEP. DE EQUIPO DE REPARTO	\$ (21,625.54)		<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	\$ 360,860.95	\$ 431,918.10
MAQUINARIA Y EQUIPO	\$ 338,275.09	\$ 220,992.40			
DEP. DE MAQUINARIA Y EQUIPO	\$ (127,132.69)		<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	\$ 416,469.19	\$ 487,526.34
<b>DIFERIDO</b>					
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	\$ 9,804.52	\$ 9,804.52			
<b>TOTAL ACTIVO</b>	\$ 416,469.19	\$ 487,526.34			

### **4.3. CÁLCULO DEL FLUJO DE FONDOS**

#### **4.3.1. INFORMACIÓN GENERAL**

Para el cálculo de los flujos de fondos proyectados se ha tomado de base los estados financieros existentes en la empresa con valores históricos de los años 2001, 2002 y 2003 a partir de los cuales se calculó un conjunto de variables que permitieron determinar los flujos de fondos previstos.

Es importante mencionar que para el periodo de proyección u horizonte de planeación se tomaran dos años (2004-2005), pues considerando que se trata de una pequeña empresa y que los ingresos de los años base han ido en disminución, un periodo mayor pudiera generar resultados más subjetivos dado que las condiciones en el mercado podrían influir en un cambio significativo y no poder seguir la misma tendencia.

#### **4.3.2. CÁLCULO DE ÍNDICES PARA EL FLUJO DE EFECTIVO**

$$\begin{aligned} \text{VARIACION DE INGRESOS} &= \frac{579,576.37 - 592,780.39}{592,780.39} \\ &= (0.0223) \approx (2.23\%) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PROMEDIO DE CUENTAS} \\ \text{POR COBRAR} &= \frac{27,646.93 + 17,673.94 + 21,719.38}{3} \end{aligned}$$

$$= \mathbf{22,346.75}$$

$$\text{PROMEDIO DE VENTAS} = \frac{815,103.37 + 592,780.39 + 579,576.37}{3}$$

$$= \mathbf{662,486.71}$$

$$\begin{aligned} \text{FACTOR DE VENTAS} \\ \text{EFECTUADAS AL CREDITO} &= \frac{22,346.75}{662,486.71} \end{aligned}$$

$$= 0.0337 \approx \mathbf{3.37\%}$$

FACTOR DE VENTAS

$$\text{EFECTUADAS AL CONTADO} = 1 - 0.0337$$

$$= \mathbf{0.9663 \approx 96.63\%}$$

FACTOR DE COMPRAS  
EFECTUADAS AL CREDITO

$$\text{AÑO 2001} = \frac{20,432.03}{46,4257.01}$$

$$= \mathbf{0.04401 \approx 44.01\%}$$

$$\text{AÑO 2002} = \frac{17,689.52}{322,424.23}$$

$$= \mathbf{0.05486 \approx 54.86\%}$$

$$\begin{aligned} \text{AÑO 2003} &= \frac{13,566.15}{24,506.10} \\ &= \mathbf{0.0553 \approx 5.53\%} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PROMEDIO DE FACTORES} \\ \text{COMPRAS AL CREDITO (2001-2003)} &= \frac{0.04401+0.05486+0.0553}{3} \\ &= \mathbf{0.0514 \approx 5.14\%} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{FACTOR DE COMPRAS} \\ \text{EFECTUADAS AL CONTADO} &= 1 - 0.0514 \\ &= \mathbf{0.9486 \approx 94.86\%} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{FACTOR DE GASTOS} \\ \text{EFECTUADOS AL CREDITO} &= \frac{21,939.44 + 20,837.90 + 24,691.94}{183,916.21+171,496.31+183,533.02} \\ &= \mathbf{0.1251 \approx 12.51\%} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{FACTOR DE GASTOS} \\ \text{EFECTUADOS AL CONTADO} &= 1 - 0.1251 \\ &= \mathbf{0.8749 \approx 87.49\%} \end{aligned}$$

**NOTA:** Los valores consignados están expresados en dólares americanos.

#### **4.3.3. DATOS GENERALES**

##### **ENTRADAS DE EFECTIVO**

- Está constituido por las ventas al contado, cobros efectuados y otros ingresos.



- Se estima una disminución en las ventas de 2.23% con respecto al año anterior (ver índice de variación de ingresos), de acuerdo a tendencias y a que los administradores prevén que se mantendrá sustancialmente.
- El factor correspondiente a la disminución en las ventas es del 97.77%  $(1-0.0223)$ .
- Las ventas al contado son del 96.63% del total de las mismas tal como lo muestra el factor de ventas al contado.
- Las cuentas por cobrar se recuperan el siguiente año.
- El segundo año proyectado se multiplica por 97.77% con respecto al primer año.
- La tasa impositiva es del 25% sobre las utilidades.

#### **COSTOS VARIABLES**

- Lo constituyen la materia prima, materiales y mano de obra directa.
- Se estima que los costos disminuirán en un porcentaje equivalente al de las ventas.
- El 94.86% de la materia prima se adquiere al contado según como se detalla en el índice de compras efectuadas al contado.
- El segundo año proyectado se multiplica por 97.77% con respecto al primer año.

**COSTOS FIJOS**

- Lo componen los gastos de fabricación.
- Se estima que los costos disminuirán en un porcentaje equivalente al de las ventas.
- Se estima que un 10% de la depreciación de mobiliario y equipo corresponde al departamento de producción y al igual que la depreciación de la maquinaria se restarán del costo fijo para su determinación.
- Se pagan al contado el 87.49% de los gastos, el restante se cancela el siguiente año tal como lo muestra el índice de compras al contado.
- El segundo año proyectado se multiplica por 97.77% con respecto al primer año.
- Los gastos al crédito se cancelan el siguiente año.

**GASTOS DE VENTA Y DE ADMINISTRACION**

- Se estima una disminución del 97.77% al igual que las ventas y costos.
- Se cancelan al contado el 87.49%, (ver factor de compras al contado) y el 12.51% (compras al crédito) restante se cancela el siguiente año.
- El segundo año proyectado se multiplica por 97.77% con respecto al primer año.
- Los gastos al crédito se cancelan el siguiente año.

**COMPRAS DE ACTIVO FIJO**

- En el año base (2003) se adquirió maquinaria y equipo por valor de \$66,754.29, mobiliario y equipo por \$ 491.43, del total se canceló \$16811.43, lo que se ve reflejado en el análisis comparativo del balance general.
- En el año 2002 no quedó pendiente ninguna erogación correspondiente a este rubro.
- Para el siguiente año se prevé realizar compra de mobiliario y equipo de \$2,550.00 que se depreciará en 3 años de vida útil mediante el método de línea recta, y se estima pagar en el año uno el valor de \$ 29,153.68.
- Para el segundo año proyectado no hay compra de activo fijo planificada debido a que se pretende implementar políticas de buena utilización de los recursos disponibles en forma eficiente.

**DIVIDENDOS**

En la empresa no existe una política de distribución de dividendos, y en los años en estudio no se ha repartido utilidades y no se prevé que exista en los años proyectados, pues la tendencia en las operaciones hace que la Administración adopte medidas conservadoras en este sentido.

#### 4.3.4. CÁLCULO DE PROYECCIONES

##### INGRESOS DE EFECTIVO

INGRESOS AÑO BASE (2003) = 579,576.37

##### PRIMER AÑO

COBROS EFECTUADOS = 21,176.40  
(CTAS. POR COBRAR MENOS LA  
ESTIMACIÓN DE CTAS. INCOBRABLES)

ENTRADAS DE EFECTIVO =  $579,576.37 * 97.77\% * 96.63\% + 21,176.4$   
**= 568,732.05**

##### SEGUNDO AÑO

COBROS EFECTUADOS = Ventas al crédito proyectadas 19096.17  
(-) Estimación p/ctas. Incob. 477.40  
18,618.77

ENTRADAS DE EFECTIVO =  $579,576.37 * 97.77\% * 97.77\% * 96.63\% +$   
18,618.77  
**= 553,963.93**

##### CALCULO COSTOS VARIABLES

COMPRAS = 245,006.10

MANO DE OBRA = 129,248.26

COSTOS VARIABLES AÑO BASE (2003) = 245,006.10 + 129,248.26  
**= 374,254.36**

## PRIMER AÑO

DEUDAS PAGADAS (SALDO DE

PROVEEDORES AÑO ANTERIOR) = 13,566.15

COSTOS VARIABLES =  $(245,006.10 * 94.86\% + 129,248.26) * 97.77\% + 13,566.15$

= **367,162.15**

## SEGUNDO AÑO

DEUDAS PAGADAS = 12,312.48

COSTOS VARIABLES =  $245,006.10 * 94.86\% + 129,248.26) * 97.77\% * 97.77\% + 12,312.48$

= **358,023.29****CALCULO DE COSTOS FIJOS**

GASTOS DE FABRICACION = 138,592.43

DEPRECIACION

MOBILIARIO = 321.08

MAQUINARIA = 25,682.91

AÑO BASE (2003) = 138,592.43 - 321.08 - 25682.91

= **112,588.44**

## PRIMER AÑO

COSTOS FIJOS =  $(112,588.44 * 97.77\%) * 87.49\% + 112,588.44 * 12.51\%$ = **110,391.83**

## SEGUNDO AÑO

$$\begin{aligned} \text{COSTOS FIJOS} &= (112,588.44 * 97.77\% * 97.77\%) * 87.49\% + \\ &\quad 110,391.83 * 12.51\% \\ &= \mathbf{107,969.40} \end{aligned}$$

**CALCULO DE GASTOS DE VENTA**

$$\text{AÑO BASE (2003)} = 36,188.37$$

## PRIMER AÑO

$$\begin{aligned} \text{GASTOS DE VENTA} &= 36,188.37 * 97.77\% * 87.49\% + 36,188.37 * 12.51\% \\ &= \mathbf{35,482.33} \end{aligned}$$

## SEGUNDO AÑO

$$\begin{aligned} \text{GASTOS DE VENTA} &= (36,188.37 * 97.77\% * 97.77\%) * 87.49\% + \\ &\quad 35,482.33 * 12.51 \\ &= \mathbf{34,703.71} \end{aligned}$$

**CALCULO DE GASTOS DE ADMINISTRACION**

$$\text{AÑO BASE (2003)} = 12,427.01$$

## PRIMER AÑO

$$\begin{aligned} \text{GASTOS DE ADMON} &= (12,427.01 * 97.77\%) * 87.49\% + 12,427.01 * 12.51\% \\ &= \mathbf{12,184.56} \end{aligned}$$

## SEGUNDO AÑO

$$\text{GASTOS DE ADMÓN} = (12,427.01 * 97.77\% * 97.77\%) * 87.49\% + 12,184.56 * 12.51$$

$$= \mathbf{11,917.18}$$

**GASTOS FINANCIEROS**

$$\text{AÑO BASE} = 4,100.72$$

$$\text{PRIMER AÑO} = 1,827.55$$

$$\text{SEGUNDO AÑO} = 1,172.80$$

**DEPRECIACION**

$$\text{AÑO BASE} = 34,216.01$$

$$\text{MOBILIARIO Y EQ.} = 3,210.82$$

$$\text{EQUIPO DE REPARTO} = 5,322.29$$

$$\text{MAQUINARIA Y EQ.} = \underline{25,682.91}$$

$$34,216.01$$

## PRIMER AÑO

$$\text{MOBILIARIO Y EQ.} = 3,045.15$$

$$\text{EQUIPO DE REPARTO} = 5,322.29$$

$$\text{MAQUINARIA Y EQ.} = \underline{25,682.91}$$

$$34,050.35$$

## SEGUNDO AÑO

MOBILIARIO Y EQ.	=	850.00
EQUIPO DE REPARTO	=	5,322.29
MAQUINARIA Y EQ.	=	<u>25,682.91</u>
		31,855.20

**IMPUESTO**

PRIMER AÑO	=	7,633.28 *25%
	=	<b>1,908.33</b>

SEGUNDO AÑO	=	8,322.36 *25%
	=	<b>2,080.59</b>

**COMPRAS DE ACTIVO FIJO**

AÑO BASE	=	16,811.43
PRIMER AÑO	=	29,153.58
SEGUNDO AÑO	=	30,504.60

De acuerdo a los cálculos efectuados el flujo de efectivo proyectado queda de la siguiente manera:



**FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO**  
**PERIODOS 2004-2005**  
**(AÑO BASE 2003)**

CONCEPTO	PERIODOS	
	2004	2005
<b>ENTRADAS DE EFECTIVO</b>	568,732.05	553,963.93
<b>COSTOS VARIABLES</b>	(367,162.15)	(358,023.29)
<b>COSTOS FIJOS</b>	(110,391.81)	(107,969.36)
<b>GASTOS DE VENTA</b>	(35,482.32)	(34,703.69)
<b>GASTOS DE ADMÓN.</b>	(12,184.56)	(11,917.18)
<b>GASTOS FINANCIEROS (INTERESES)</b>	(1,827.55)	(1,172.80)
<b>DEPRECIACIÓN</b>	(34,050.35)	(31,855.20)
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	7,633.28	8,322.36
<b>IMPUESTO</b>	(1,908.32)	(2,080.59)
<b>UTILIDAD NETA</b>	5,724.96	5,027.40
<b>DEPRECIACIÓN</b>	34,050.35	31,855.20
<b>COMPRAS DE ACTIVO FIJO</b>	(29,153.68)	(30,504.60)
<b>ABONO A PRESTAMOS</b>	(5,162.68)	(5,817.43)
<b>PAGO DE DIVIDENDOS</b>	-	-
<b>FLUJO DE CAJA</b>	5,458.95	1,774.94

#### 4.3.5. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE ACTUALIZACIÓN

Determinando el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC; conocido también por sus siglas CPPC).

Formula:

$$\frac{S}{S+d} (re) + \frac{D}{s+d} [rd (1-t)] \quad \text{todo ello en términos porcentuales}$$

A fin de desarrollar apropiadamente partimos de los siguientes datos:

i) re: Costo de capital requerido por los accionistas. En este sentido a la tasa activa (en el sistema financiero en el momento de valoración se encuentra en el promedio del 7.70% se le agrega un factor de riesgo de 6 puntos).

En tal sentido tendríamos que:

re = 13.7 %

ii) rd = tasa de interés de la deuda. Con base a los anexos del Balance General presentado anteriormente, la tasa de interés promedio es del 8.25 %. Luego tenemos que:

rd = 8.25 %

iii)  $(1-t)$  = ahorro de impuesto por servicio de la deuda.

Para nuestro caso particular, supondremos una tasa del 25.00 %

Luego con base a los datos mencionados, tendríamos:

a) determinación de términos porcentuales de S y D:

Concepto	Monto	%
Patrimonio.....	322,781.54	96.30%
Deuda que genera pago		
De intereses.....	<u>12,396.55</u>	<u>3.70%</u>
TOTAL S + D.....	335,178.09	100.00%

b)  $re = 13.7\%$   $rd = 8.25\%$

c) Determinación del WACC.

$$WACC = (S \times re) + [D \times rd (1 - t)]$$

$$WACC = (96.30\% \times 13.7\%) + [3.70\% \times 8.25\% (1 - 0.25)]$$

$$WACC = 13.19\% + 0.23\%$$

$$\mathbf{WACC = 13.42\%}$$

#### 4.3.6. ACTUALIZACIÓN DEL FLUJO DE FONDOS

Para la actualización de los flujos de efectivo proyectado se utilizara la fórmula del valor presente:  $VA = VF / (1 + i)^n$

en donde:

VA : Valor Actual

VF : Valor Futuro proyectado

i : Tasa de interés de descuento

n : Periodo

CALCULO

VP = ?

$VF_1 = 5,458.98$

$VF_2 = 1,774.94$

$i = 13.44\%$

$n = 2 \text{ años}$

$$VA = \frac{5,458.98}{(1+0.1342)} + \frac{1774.94}{(1+0.1342)^2}$$

$$\mathbf{VA = 6,192.83}$$

En conclusión, el valor justo a pagar por LA PEQUEÑA INDUSTRIA SA DE CV seria la suma del valor del activo neto en el mercado más el valor de los flujos de efectivo actualizado, es decir:

$$\text{VALOR DE EMPRESA} = \mathbf{VNC_{pm} + VA}$$

$$\text{VALOR DE LA EMPRESA} = 487,526.34 + 6,192.83$$

$$\mathbf{\text{VALOR DE LA EMPRESA} = \$ 493,719.17}$$

Es importante anotar que la cifra antes mencionada solo servirá como base de negociación, debido a que existen factores cualitativos que afectan el valor comercial de un negocio, como por ejemplo: riesgos de cambios políticos, económicos, tecnológicos; alteración en los gustos y preferencias del consumidor final de los bienes y servicios que produce la empresa; concentración del conocimiento en la producción o mercadeo del producto en cabeza de alguna persona en particular, la calidad del personal de la organización y cualquier otro fenómeno que afecte la percepción que del negocio tiene el mercado.

## CAPÍTULO IV

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### A. CONCLUSIONES

En atención a los resultados de la investigación y al desarrollo de la temática se puede concluir que:

- \* Actualmente en el ámbito de la pequeña industria en el área de fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador, no se posee el conocimiento necesario sobre métodos de valoración de empresas y consecuentemente no se realiza su aplicación, limitando dicha definición a un razonamiento puramente empírico, o un análisis muy básico sobre la realidad que rodea el funcionamiento y subsistencia de la empresa en el mercado, obviando que el proceso de valoración, por sí mismo induce a tener una comprensión más juiciosa y rica en cuanto gestión financiera se refiere.
  
- Las personas encuestadas que forman parte de las pequeñas industrias de fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador se mostraron interesadas en conocer acerca de la metodología para la valoración de empresas, así como también en poseer una guía que explique la manera más adecuada de

hacerlo y utilizarla como herramienta de trabajo para los encargados de la administración y toma de decisiones.

- \* La principal razón para realizar una valoración estriba en el conocimiento del potencial económico que la empresa pueda tener y la incidencia que el análisis del valor determinado tenga en las necesidades de inversión. Por otra parte, la herramienta de base más disponible para llevarla a cabo, dado que no existen precedentes para estas empresas, son los estados financieros y aunado a ello los resultados revelan que no se elabora formalmente información financiera proyectada.
  
- \* Los métodos denominados como tradicionales no cumplen con las expectativas de valoración requeridas para establecer un valor razonable dadas las condiciones de las empresas que forman parte de la población en estudio, enmarcándose, dichos métodos dentro de los conceptos de reemplazo y liquidación.
  
- \* La valoración por múltiplos y ratios así como la valoración por acciones requieren primordialmente de la utilización de datos que provienen de operaciones financieras privadas, o la utilización de ratios que son aplicados a un grupo de empresas en específico así como de la selección de compañías

comparables sugeridos principalmente para empresas que cotizan en bolsa y que por lo tanto disponen de esta de información externa suficiente y calificada.

- \* La implantación de un método como el Valor Económico Agregado (EVA) requiere la participación de accionistas (o propietario), empleados, proveedores, clientes y todos los que interactúan con la empresa, solicitando al mismo tiempo de una reorientación y reconfiguración de diseños, procesos, de la estructura organizativa y de un programa de incentivos por lo que su costo como tal resultaría alto para el nivel de empresa objeto de la investigación.
  
- \* El método más adecuado para realizar una valoración en la pequeña industria dedicada a la fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador es un método mixto, que conlleva el cálculo del valor neto contable a precios de mercado sumado al valor actual de las rentas netas futuras, ya que una combinación de ambos permite determinar un valor razonable de acuerdo a las condiciones de utilización en el momento deseado y en disposición de un resultado analítico. Además incorpora la parte intangible generada por la totalidad de los recursos empleados en las actividades de la empresa a través de la actualización de los flujos de caja futuros, siendo este el

valor de rendimiento que complementa la ecuación, convirtiéndose en un cálculo más integral.

- \* La determinación del valor actual de las rentas futuras, lleva implícitamente un nivel de incertidumbre natural, ya que se basa en proyecciones las cuales dependen en gran medida de los proyectos y planes futuros de la administración, de su concretización y de otros factores del mercado. No obstante, el análisis financiero y la elaboración de índices específicos permiten establecer tendencias y razonamientos sobre el futuro comportamiento de las cifras.
  
- La propuesta del método sugerido trata de estandarizar el proceso de valoración de empresas, sobre la base de características generalizadas, no obstante para cada empresa debe haber un estudio individual, por lo que puede requerir de criterios más específicos siempre que se guarde el principio de objetividad.



## **B. RECOMENDACIONES**

- \* Es conveniente que la pequeña industria dedicada a la fabricación de ropa en la zona metropolitana de San Salvador adopte el método sugerido para esta investigación, dado que ha sido concebido conforme al alcance y características propias para este nivel de empresas, trascendiendo un poco más allá de los esquemas tradicionales de toma de decisiones, tornándose esta, más analítica y más técnica.
  
- \* Es importante considerar que el análisis financiero, las políticas internas establecidas y factores externos se vuelven relevantes y útiles al momento de efectuar una valoración. Por ejemplo en esta investigación la mayoría de las empresas oscilan entre cinco y quince años de funcionamiento, es decir no son de nueva economía, por lo que es posible brindar una especial atención a su evolución financiera, sobretodo mediante análisis horizontales como parámetros de referencia que permitan poner a la luz la aplicación efectiva de las políticas y de situaciones endógenas tanto positivas y negativas a las cuales se es susceptible.
  
- \* Para el cálculo del valor neto contable a precios de mercado es necesaria la revisión de los diferentes renglones que

- componen el activo haciendo los ajustes necesarios cuando las cifras que expresan los estados financieros no revelen fielmente el valor de los bienes al momento de la valoración, así como también la revisión de todos aquellos que son utilizados efectivamente para las actividades de la empresa haciendo una distinción entre los bienes y derechos del negocio y los de los accionistas o propietarios.
- \* El horizonte de planeación para efectuar la actualización de las rentas futuras debe determinarse previo análisis, considerando el nivel de estabilidad y tendencia financiera de cada empresa, el riesgo de cambio y las perspectivas mismas, dado que entre más número de años se tomen en cuenta, mayor es la posibilidad de error.
  - \* El cálculo del costo promedio del capital como tasa de actualización debe considerar el riesgo adicional que soporta un pequeño empresario (es decir puntos porcentuales adicionales como principio de prudencia) ya que su inversión no es tan diversificada como en el caso del gran empresario.
  - \* La realización de una adecuada valoración sugiere una interacción e intervención prioritaria conjunta entre administradores y el encargado de la contabilidad, a razón de

que la pequeña empresa no posee grandes niveles jerárquicos, por lo que los insumos para el proceso de valoración se concentran en estas áreas sin subestimar, por supuesto, todo el sistema operativo que genera los flujos de ingresos. De manera similar una clara delimitación de funciones tanto por escrito, como en la práctica, puede darle mayor coordinación y valor agregado al citado proceso de valoración.

## BIBLIOGRAFÍA

ANDERSON, D.R.; SWEENEY, D.J.; WILLIAMS T.A. 1999 Estadística Para Administración y Economía International Thomson Editores.

BLANK, L.T.; TARQUIN P.E., Anthony. 1999, Ingeniería Económica Ediciones MacGraw-Hill Bogota, Colombia.

CABALLER MELADO, Vicente. 1998, Métodos de Valoración de Empresas. Ediciones Pirámide MADRID, ESPAÑA.

EDITORIAL NORMA S.A. 1997, Continental Diccionario Enciclopédico Continental de Ediciones Colombia.

FERNANDEZ, Pablo Valoración de Empresas Editor, Gestión 2000 Barcelona, España.

CORCIO LOVATO, José Fernando. 1998. Valoración de Empresas No Cotizadas. Trabajo de Graduación para optar al título otorgado por la Universidad de El Salvador correspondiente a Maestría en Administración Financiera (MAF).

QUIJANO QUIJADA, Miguel Balmore. 2000. Valoración de Empresas. Trabajo de graduación Para optar al título otorgado por la Universidad de El Salvador correspondiente a la Maestría en Administración Financiera (MAF).

ASAMBLEA LEGISLATIVA, DECRETO 671, 1970 CODIGO DE COMERCIO Editorial Jurídica Salvadoreña 2001

### DIRECCIONES DE INTERNET

- AECA. Métodos de valoración de empresas.
- Un vistazo a la economía [www.bcr.gob.sv](http://www.bcr.gob.sv)

- Desafío del EVA2.  
[www.monografias.com/trabajos11/eldeseva/eldeseva](http://www.monografias.com/trabajos11/eldeseva/eldeseva).
- El auditor y la valoración de empresas. [www.5campus.com](http://www.5campus.com).
- EVA Herramienta para toma de decisiones gerenciales."  
[www.gestiopolis.com](http://www.gestiopolis.com)
- Gonzalo Armando Álvarez Gómez. Documento: "Como Valorar una Empresa"
- La valoración de empresas  
[www.geocities.com/josuiomanol/valoración](http://www.geocities.com/josuiomanol/valoración).
- Manual de Valoración de empresas.  
[www.e-valora.com/web/es/\\_manual](http://www.e-valora.com/web/es/_manual).

# **ANEXOS**

## ANEXO 1

### POBLACION DE PEQUEÑAS EMPRESAS DEDICADAS A LA INDUSTRIA DE FABRICACION DE ROPA EN LA ZONA METROPOLITANA DE SAN SALVADOR

<i>EMPRESAS</i>	<i>DIRECCION</i>
A.B.C UNIFORMES ESCOLARES, S.A DE C.V	1ª CALLE PTE Y 11 AVE. NORTE EDIF. MILANO 3ER NIVEL, S.S
INDUSTRIAS ARGUETA	37 CALLE PONIENTE #115 CALLE SAN CARLOS, S.S
INDUSTRIAS MARGARETH, S.A DE C.V	BLVD VENEZUELA, ENTRADA ANTG. CALLE FERROCARRIL A STA. TECLA #2751
VAN ROUSSE, S.A. DE C.V	CALLE LOS ABETOS PJE NO. 1 CASA #38, COLONIA SAN FRANCISCO, S. S.
CONFECSA S.A DE C.V	PARQUE INDUSTRIAL DESARROLLO, FINAL PASAJE 2, SOYAPANGO
INDUSTRIAS GALO, S.A DE C.V	CALLE ROOSVELT ORIENTE COLONIA GUADALUPE SOYAPANGO, S.S
INDUSTRIAS Y SERVICIOS ALEJANDRA'S, S.A DE C.V	BLVD. DEL EJERCITO NACIONAL KM 7 1/2 Y AV. UNIÓN 2B, SOYAPANGO, S.S
JUST GARMENTS S.A. DE C.V.	KM. 7 1/2 BLVD DEL EJERCITO NACIONAL, S.S
DANY, S.A DE C.V	COL. DOLORES PASAJE BOLAÑOS NO. 128, S.S
DISEÑOS EXCLUSIVOS, S.A DE C.V (DISEX)	COLONIA KENNEDY CALLE PRINCIPAL NO. 89 MEJICANOS, S.S
EXPORTADORA TEJISAL S.A DE C.V	COL. FERROCARRIL, PJE DESOLA #2 NO. 120-127 BLVD VENEZUELA, S.S.
VILLEDA HERMANOS, S.A DE C.V	COLONIA DOLORES, PJE BOLAÑOS N 131 P.S.S
CREACIONES ROXANA	CO. EL ROSAL CL. EL PROGRESO N 2823
PARADOX	SEGUNDA AV. N° 2-2 SANTA TECLA
CREACIONES INFANTILES	6ª CALLE ORIENTE N° 2-4
CREACIONES BELEN	AV MONSEÑOR ROMERO Y 9 CALLE ORIENTE
Alonso Rochi de Vidri, Maria Isabel	1ª AV. NORTE O AV. JULIO GAITÁN 4-8.SANTA TECLA
M.H IDEAS, S.A. DE C.V.	CALLE SAN ANTONIO ABAD N°2959, COL LISBOA
JACABI, S.A. DE C.V.	COMPLEJO IND. SN JORGE BOD #1, C. ANTG. SN. ANTO. AB
INDUSTRIAS CAROLYN	AV. MONS. ROMERO Y 5A. C. OTE. EDIF. CASA BLANCA #
G & S APPAREL, S.A. DE C.V.	9 CALLE PTE. # 15
SASTRERIA FLORES.	1A. C. PTE. Y 39 AV. NTE. # 2041.
INDUSTRIAS YAHR	29 AV. NTE. Y 1A. C. PTE.
UNICLASS	49 AV. NTE. Y 1A. C. PTE. EDIF. FAMATEX #148
CAMISETERIA LA TECLERA	6A.C.PTE. # 6-6B.
UNIMEL, S.A. DE C.V.	RES. STA. ELENA # 3 SENDA 6
THE SOURCE, S.A. DE C.V.	C. COJUTEPEQUE EDIF. 4-B Z. FRANCA SN. BAROLO
CONFECCIONES SIBRIAN	RPTO. MORAZA #2 C. MILAN #76
REPRESENTACIONES LYS, S.A. DE C.V.	BLVR. DEL EJERCITO NAC. KM 1 POLG. "A" LOTE # 4
INDUSTRIAS Y SERVICIOS ALBY, S.A. DE C.V.	BLVD. DEL EJERCITO NAC. Y AV. UNION #2-B KM. 7½
LICO TEX, S.A. DE C.V.	PQUE. IND. ZONA FRANCA SAN MARCOS, EDIF. #2.
BOUTIQUE ATELIER	19 C. OTE. #17, RES. SAN MIGUELITO.
INDUSTRIAS ALPEZA	C. JUAN MORA #333, COL. COSTA RICA
INDUSTRIAS EL MILAGRITO, S.A. DE C.V.	CALLE PPAL. N°38, COL LOS ALPES
PETUNIA, S.A. DE C.V.	PROLONGACION JUAN PABLO II L-10 BLVD.SAN JORGE
DIAZ RIVER, S.A. DE C.V.	COL. ATLACATL PJE. URBINA #8
CAMISERIA LA FORTUNA	CARRETERA TRONCAL DEL NORTE #10
UNIFORMES Y SERVICIOS PATRICIA, S.A. DE C.V.	COL. ESCANDIA CALLE ESTOCOLMO # 4
RIVGOM, S.A. DE C.V.	AV. B #135. COL. SAN JOAQUIN PTE.
INDUSTRIA SAYA	31 AV. SUR, COL. CUCUMACAYAN # 216
C.S.M., S.A. DE C.V.	C. NVA. Y C. PALMIRA EDIF. MATEX CDO. SUR COL, STA
INDUSTRIAS LILA, S.A. DE C.V.	CALLE NORMA # 38 COL. LAS PALMAS
COFINMS, S.A. DE C.V.	AVENIDA PALECA # 31.
CREACIONES NORYS	C. ANTGO. A TONACATEPEQUE # 122

# ANEXO 2



**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS**  
**ESCUELA DE CONTADURÍA PÚBLICA**



*CUESTIONARIO DE VALORACIÓN DE EMPRESAS DIRIGIDO A ADMINISTRADORES Y  
CONTADORES DE LA PEQUEÑA INDUSTRIA DEDICADA A LA FABRICACION DE ROPA  
EN LA ZONA METROPOLITANA DE SAN SALVADOR*

**OBJETIVO:** Recopilar información sobre el conocimiento y aplicación de la valoración de empresas en la pequeña industria dedicada a la fabricación de ropa, con el objeto de proporcionar a la misma la Propuesta de una guía de aplicación de métodos de valoración que contribuya a la adecuada toma de decisiones. Dicha información será tratada con absoluta confidencialidad.

**INDICACIONES:** Marque con una X o conteste según corresponda.

1. Cargo que desempeña en la empresa.

---

2. Forma legal de la empresa

- Persona jurídica
- Persona natural

3. Tiempo de operar de la empresa

Años

4. ¿Cuántos empleados laboran en la empresa?

---

5. ¿Posee el negocio una estructura organizativa definida?

SÍ  NO

6. Si la respuesta a la pregunta anterior fue positiva, ¿Qué unidades conforman los principales niveles organizativos?



- Junta Directiva
- Gerencia General
- Gerencia Administrativa
- Gerencia Financiera
- Gerencia de Ventas
- Gerencia de Producción
- Personal
- Compras
- Auditoria Interna
- Contabilidad
- Servicios Generales
- Recepción
- Otros

Especifique \_\_\_\_\_

---

7. ¿Cómo considera la situación actual de su empresa?

- Crecimiento
- Madurez
- Recesión

8. Señale el nivel de ventas anuales en la que se encuentra su empresa <sup>28</sup>

- Menores a \$75,430.08
- De \$75,430.09 hasta \$150,000
- De \$150,000.01 hasta \$300,000
- De \$300,000.01 hasta \$500,000
- De \$500,000.01 hasta \$754,300.80
- Mayores a \$754,300.80

9. ¿Qué tipo de información financiera proyectada se elabora?

- Presupuestos
- Flujos de Caja
- Estados de Resultados
- Balance General
- Ninguno.

---

<sup>28</sup> Rangos de ventas anuales tomados en base a la clasificación de empresas de CONAMYPE (Comisión Nacional para la Micro y Pequeña Empresa).

10. ¿Cuáles de los siguientes métodos de valoración conoce?

- Métodos de Flujos de Fondos Descontados (VAN)
- Valor Neto Contable Corregido (VNCC)
- Valor de Liquidación
- Valor de Reposición
- Métodos de Múltiplos
- Valor Económico Agregado (EVA)
- Otros

Especifique \_\_\_\_\_

11. Si ha valorado su empresa ¿cuál o cuales de los métodos señalados anteriormente ha aplicado?

\_\_\_\_\_

12. ¿Por cuáles de las siguientes razones ha valorado o con que objetivo desearía que se valorara su empresa?

- Venta del negocio en forma total
- Venta parcial del negocio
- Para valorar su potencial económico
- Una probable fusión
- Para evaluar el valor creado por las políticas gerenciales
- Necesidades de Inversión
- Posibilidad de cotizar en bolsa
- Otros

Especifique \_\_\_\_\_

13. En caso de no conocer o aplicar algún método de valoración, ¿Determina de alguna forma el valor de la empresa?

SÍ  NO

14. Si la respuesta a la pregunta anterior fue afirmativa ¿ a través de qué indicadores lo ha realizado?

- Valor de los activos

- Utilidades generadas
- Patrimonio
- Otros

Especifique brevemente el procedimiento \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

15. ¿Considera usted que una adecuada valoración de su empresa influiría en la toma de decisiones?

SÍ  NO

¿Explique brevemente ?

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

16. ¿Estaría interesado(a) en conocer el proceso técnico para aplicar la valoración de empresas?

SÍ  NO

¿Por qué ?

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

17. ¿ Le interesaría poseer una guía para la aplicación de métodos de valoración en su empresa?

SÍ  NO

¿Por qué ?

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

18. Considerando que la valoración de empresas consiste en estimar un valor apropiado de cuánto vale la empresa en un momento determinado, ¿Qué elementos considera que debería incluir la guía mencionada en la pregunta anterior?

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Firma del encuestado

## ANEXO 3

LA PEQUEÑA INDUSTRIA S. A. DE C. V. BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2001 (EXPRESADO EN DOLARES AMERICANOS )							
<b>ACTIVO</b>							
<b>CIRCULANTE</b>				155,209.15	<b>PASIVO</b>		
CAJA		534.92			<b>CIRCULANTE</b>		47,325.07
BANCOS		442.82			PROVEEDORES	20,432.03	
CUENTAS POR COBRAR		27,646.93			ACREEDORES VARIOS	21,939.44	
INV. DE MATERIA PRIMA		16,051.01			RESERVA LABORAL	4,571.43	
INV. DE PRODUCTOS TERMINADOS		82,189.89			FONDO PARA CESANTIAS	382.17	
INV. DE PRODUCTOS EN PROCESO		28,343.58					
<b>FIJO</b>				204,610.70	<b>PASIVO A LARGO PLAZO</b>		26,192.41
INSTALACIONES (TERRENOS Y EDIFICIOS)	6,714.41	-			PRESTAMOS A LARGO PLAZO	26,192.41	
DEP. DE INSTALACIONES	(6,714.41)						
MOBILIARIO Y EQUIPO	20,313.38	8,125.35			<b>TOTAL PASIVO</b>		73,517.48
DEP. DE MOBILIARIO Y EQUIPO	(12,188.03)				<b>PATRIMONIO</b>		
EQUIPO DE REPARTO	27,452.43	16,471.46			CAPITAL SOCIAL	153,164.72	
DEP. DE EQUIPO DE REPARTO	(10,980.97)				RESERVA LEGAL	27,277.34	
MAQUINARIA Y EQUIPO	270,035.09	180,013.89			UTILIDADES EJERCICIOS ANTERIORES	92,417.30	
DEP. DE MAQUINARIA Y EQUIPO	(90,021.20)				UTILIDADES EJERCICIOS CORRIENTES	24,552.21	
<b>DIFERIDO</b>				11,109.20	<b>TOTAL PATRIMONIO</b>		297,411.57
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO		11,109.20			<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>		370,929.05
<b>TOTAL ACTIVO</b>				<b>370,929.05</b>			
<div style="display: flex; justify-content: space-between; width: 100%;"> <span>REPRESENTANTE LEGAL</span> <span>AUDITOR EXTERNO</span> <span>CONTADOR GENERAL</span> </div>							

## ANEXO 4

LA PEQUEÑA INDUSTRIA S. A. DE C. V. ESTADO DE RESULTADO DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2001 (EXPRESADO EN DOLARES AMERICANOS )			
VENTAS			815,103.37
INVENTARIO INICIAL DE PRODUCTOS TERMINADOS		67,250.69	
INVENTARIO INICIAL DE MATERIA PRIMA	21,165.41		
<b>MAS:</b>			
COMPRAS	464,257.01		
MATERIA PRIMA DISPONIBLE	485,422.42		
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE MATERIA PRIMA	16,051.01		
MATERIA PRIMA CONSUMIDA	469,371.41		
<b>MAS:</b>			
GASTOS DE PRODUCCION	135,300.83		
MANO DE OBRA	146,211.25		
TOTAL COSTO DE PRODUCCION	750,883.50		
<b>MAS:</b>			
INVENTARIO INICIAL DE PRODUCTOS EN PROCESO	20,013.66		
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE PRODUCTOS EN PROCESO	28,343.58		
TOTAL COSTO DE LO PRODUCIDO		742,553.57	
COSTO DE PRODUCTOS DISPONIBLES PARA LA VENTA		809,804.26	
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE PRODUCTOS TERMINADOS		82,189.89	
COSTO DE LO VENDIDO			727,614.37
UTILIDAD BRUTA EN VENTA			87,489.00
OTROS INGRESOS	-		
GASTOS DE OPERACIÓN			52,288.70
GASTOS DE VENTA	36,188.37		
GASTOS DE ADMINISTRACION	12,427.01		
GASTOS FINANCIEROS	3,673.32		
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO Y RESERVA			35,200.30
RESERVA LEGAL			2,464.02
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO			32,736.28
IMPUESTO SOBRE LA RENTA			8,184.07
UTILIDAD NETA			24,552.21

## ANEXO 5

LA PEQUEÑA INDUSTRIA S. A. DE C. V. BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2002 (EXPRESADO EN DOLARES AMERICANOS)							
<b>ACTIVO</b>					<b>PASIVO</b>		
<b>CIRCULANTE</b>			<b>187,848.34</b>				
CAJA		1,589.08		<b>CIRCULANTE</b>	20837.9		48,052.45
BANCOS		1,481.24		PROVEEDORES		17,689.52	
CUENTAS POR COBRAR		17,673.94		ACREEDORES VARIOS		20,837.90	
INV. DE MATERIA PRIMA		24,062.75		RESERVA LABORAL		4,571.43	
INV. DE PRODUCTOS TERMINADOS		108,559.74		FONDO PARA CESANTIAS		4,953.60	
INV. DE PRODUCTOS EN PROCESO		34,481.59					
<b>FIJO</b>			<b>194,148.64</b>	<b>PASIVO A LARGO PLAZO</b>			20,958.12
INSTALACIONES (TERRENOS Y EDIFICIOS)	6,714.41	-		PRESTAMOS A LARGO PLAZO		20,958.12	
DEP. DE INSTALACIONES	(6,714.41)						
MOBILIARIO Y EQUIPO	20,313.38	5,078.35		<b>TOTAL PASIVO</b>			<b>69,010.57</b>
DEP. DE MOBILIARIO Y EQUIPO	(15,235.03)			<b>PATRIMONIO</b>			
EQUIPO DE REPARTO	35,302.51	18,999.25		CAPITAL SOCIAL		261,572.15	
DEP. DE EQUIPO DE REPARTO	(16,303.26)			RESERVA LEGAL		27,773.92	
MAQUINARIA Y EQUIPO	271,520.80	170,071.03		UTILIDADES EJERCICIOS ANTERIORES		26,695.02	
DEP. DE MAQUINARIA Y EQUIPO	(101,449.77)			UTILIDADES EJERCICIOS CORRIENTES		4,948.04	
<b>DIFERIDO</b>			<b>8,002.73</b>	<b>TOTAL PATRIMONIO</b>			<b>320,989.13</b>
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO		8,002.73		<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>			<b>389,999.70</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>			<b>389,999.70</b>				
REPRESENTANTE LEGAL		AUDITOR EXTERNO		CONTADOR GENERAL			

## ANEXO 6

<b>LA PEQUEÑA INDUSTRIA S. A. DE C. V.</b> <b>ESTADO DE RESULTADO DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2002</b> <b>(EXPRESADO EN DOLARES AMERICANOS )</b>			
VENTAS			592,780.39
INVENTARIO INICIAL DE PRODUCTOS TERMINADOS		82,189.89	
INVENTARIO INICIAL DE MATERIA PRIMA	16,051.01		
<b>MAS:</b>			
COMPRAS	322,424.23		
MATERIA PRIMA DISPONIBLE	338,475.24		
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE MATERIA PRIMA	24,062.75		
MATERIA PRIMA CONSUMIDA	314,412.49		
<b>MAS:</b>			
GASTOS DE PRODUCCION	121,258.81		
MANO DE OBRA	140,179.31		
TOTAL COSTO DE PRODUCCION	575,850.61		
<b>MAS:</b>			
INVENTARIO INICIAL DE PRODUCTOS EN PROCESO	28,343.58		
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE PRODUCTOS EN PROCESO	34,481.59		
TOTAL COSTO DE LO PRODUCIDO		569,712.60	
COSTO DE PRODUCTOS DISPONIBLES PARA LA VENTA		651,902.49	
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE PRODUCTOS TERMINADOS		108,559.74	
COSTO DE LO VENDIDO			543,342.75
UTILIDAD BRUTA EN VENTA			49,437.64
OTROS INGRESOS	9,868.57		
GASTOS DE OPERACIÓN			52,212.03
GASTOS DE VENTA	36,895.49		
GASTOS DE ADMINISTRACION	13,342.01		
GASTOS FINANCIEROS	1,974.53		
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO Y RESERVA			7,093.96
RESERVA LEGAL			496.58
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO			6,597.38
IMPUESTO SOBRE LA RENTA			1,649.35
UTILIDAD NETA			4,948.03

## ANEXO 7

LA PEQUEÑA INDUSTRIA S. A. DE C. V. BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2003 (EXPRESADO EN DOLARES AMERICANOS )							
<b>ACTIVO</b>					<b>PASIVO</b>		
<b>CIRCULANTE</b>			<b>179,486.34</b>		<b>CIRCULANTE</b>		43,211.69
CAJA		637.60			PROVEEDORES	13,566.15	
BANCOS		86.15			ACREEDORES VARIOS	24,691.94	
CUENTAS POR COBRAR		21,719.38			RESERVA LABORAL	382.17	
INV. DE MATERIA PRIMA		21,993.76			FONDO PARA CESANTIAS	4,571.43	
INV. DE PRODUCTOS TERMINADOS		101,513.40					
INV. DE PRODUCTOS EN PROCESO		33,536.05					
<b>FIJO</b>			<b>227,178.33</b>		<b>PASIVO A LARGO PLAZO</b>		12,396.55
INSTALACIONES (TERRENOS Y EDIFICIOS)	6,714.41	-			PRESTAMOS A LARGO PLAZO	12,396.55	
DEP. DE INSTALACIONES	(6,714.41)						
MOBILIARIO Y EQUIPO	20,804.81	2,358.96					
DEP. DE MOBILIARIO Y EQUIPO	(18,445.85)						
EQUIPO DE REPARTO	35,302.51	13,676.97					
DEP. DE EQUIPO DE REPARTO	(21,625.54)						
MAQUINARIA Y EQUIPO	338,275.09	211,142.40					
DEP. DE MAQUINARIA Y EQUIPO	(127,132.69)						
<b>DIFERIDO</b>			<b>9,804.52</b>		<b>PATRIMONIO</b>		
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO		9,804.52			CAPITAL SOCIAL	322,781.53	
					RESERVA LEGAL	27,811.26	
					UTILIDADES EJERCICIOS ANTERIORES	4,948.04	
					UTILIDADES EJERCICIOS CORRIENTES	5,320.11	
<b>TOTAL ACTIVO</b>			<b>416,469.19</b>		<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>		<b>416,469.19</b>
REPRESENTANTE LEGAL				AUDITOR EXTERNO			CONTADOR GENERAL



## ANEXO 8

LA PEQUEÑA INDUSTRIA S. A. DE C. V. ESTADO DE RESULTADO DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2003 (EXPRESADO EN DOLARES AMERICANOS )			
VENTAS			579,576.37
INVENTARIO INICIAL DE PRODUCTOS TERMINADOS		108,559.74	
INVENTARIO INICIAL DE MATERIA PRIMA	24,062.75		
<b>MAS:</b>			
COMPRAS	245,006.10		
MATERIA PRIMA DISPONIBLE	269,068.84		
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE MATERIA PRIMA	21,993.76		
MATERIA PRIMA CONSUMIDA	247,075.09		
<b>MAS:</b>			
GASTOS DE PRODUCCION	138,592.43		
MANO DE OBRA	129,248.26		
TOTAL COSTO DE PRODUCCION	514,915.76		
<b>MAS:</b>			
INVENTARIO INICIAL DE PRODUCTOS EN PROCESO	34,481.59		
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE PRODUCTOS EN PROCESO	33,536.05		
TOTAL COSTO DE LO PRODUCIDO		515,861.32	
COSTO DE PRODUCTOS DISPONIBLES PARA LA VENTA		624,421.06	
<b>MENOS:</b>			
INVENTARIO FINAL DE PRODUCTOS TERMINADOS		101,513.40	
COSTO DE LO VENDIDO			522,907.66
UTILIDAD BRUTA EN VENTA			56,668.71
OTROS INGRESOS	-		
GASTOS DE OPERACIÓN			49,041.31
GASTOS DE VENTA	32,879.33		
GASTOS DE ADMINISTRACION	12,061.26		
GASTOS FINANCIEROS	4,100.72		
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO Y RESERVA			7,627.40
RESERVA LEGAL			533.92
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO			7,093.48
IMPUESTO SOBRE LA RENTA			1,773.37
UTILIDAD NETA			5,320.11

## ANEXO 9

<b>TASA DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL DE BANCOS</b>												
En US Dólares (En porcentajes)												
<b>2003</b>												
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
<b>A. Depósito a Plazo</b>												
30 días	3.12	3.04	3.18	3.16	3.22	3.25	3.20	3.23	3.30	3.35	3.36	3.32
60 días	2.96	2.67	2.98	2.86	2.96	2.90	3.09	3.18	3.09	3.04	3.10	3.10
90 días	2.94	3.04	3.06	2.96	3.05	3.12	3.06	2.91	2.95	2.91	3.08	3.01
120 días	2.71	2.78	2.80	2.98	2.86	2.84	2.86	2.99	3.01	2.92	2.90	3.13
150 días	2.75	2.88	2.58	2.75	2.71	2.84	2.93	2.69	3.01	2.87	2.93	2.93
180 días	3.35	3.27	3.28	3.34	3.46	3.41	3.40	3.36	3.44	3.34	3.40	3.41
360 días	3.73	3.66	3.72	3.78	3.77	3.87	3.75	3.81	3.81	3.73	3.81	3.61
<b>B. Préstamos</b>												
Hasta un año	6.70	6.63	6.44	6.49	6.32	6.62	6.56	6.94	6.33	6.51	6.47	6.71
A más de una año	8.36	8.36	8.35	8.01	8.38	7.88	7.92	7.94	7.83	7.57	7.35	7.70
<b>n/a:</b> No se efectuaron operaciones.												
<b>NOTA:</b> En cumplimiento a la Ley de Integración Monetaria, las operaciones bancarias realizadas a partir del 1 de enero de 2001 serán expresadas en USDólares. Las tasas de interés que se informan son resultado de las operaciones activas y pasivas contratadas durante la semana de observación.												
Las tasas de interés promedio ponderado considera la participación de cada institución por tipo de operación y por plazo dentro del sistema.												
Fuente: Bancos Comerciales.												