

ANÁLISIS DE LITERATURA ACADÉMICA SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS A TRAVÉS DEL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Mayerli Rocio Zúñiga¹, Luis Carlos Osorio², Carlos Ignacio Prada³

Resumen

Hoy en día, en la valoración de empresas se están involucrando una serie de factores internos y externos, tangibles e intangibles, económicos, sociales, tecnológicos, productivos, laborales, legales, de mercado, entre otros, que obligan a que las compañías ajusten el cálculo del valor. Ante las dinámicas recientes, el presente documento busca reunir las tendencias actuales de la literatura relacionada con la valoración de empresas y teniendo en cuenta que el método de flujo de caja descontado despierta interés en los autores, se pretende hacer una caracterización del mismo, así como un análisis de las tendencias que permitan orientar al lector en los nuevos enfoques de valoración desde los métodos de FCD. En cuanto a la metodología, se realiza una revisión documental de la literatura científica desarrollada en torno al tema de revisión para identificar los artículos más importantes y seleccionar un portafolio bibliográfico relevante.

Palabras Claves

Valoración de empresas, gerencia basada en valor, Flujo de caja descontado

Abstract

Nowadays, in the valuation of companies, a series of internal and external, tangible and intangible, economic, social, technological, productive, labor, legal, market factors, among others, are being involved, which force companies to adjust the value calculation. Given the recent dynamics, this document seeks to gather the current trends in the literature related to company valuation and taking into account that the discounted cash flow method arouses interest in the authors, it is intended to characterize it, as well as An analysis of the trends that allow the reader to be guided in the new valuation approaches from the CDF methods. Regarding the methodology, a documentary review of the scientific literature developed around the review topic is carried out to identify the most important articles and select a relevant bibliographic portfolio.

Keywords

Business Valuation, Value Based Management, Discounted Cash Flow

Introducción

En este artículo de revisión se trata de manera general el concepto de valoración de empresas y se hace referencia a los principales motivantes y desencadenantes de la valoración que son impulsados por los grupos de interés para medir y crear valor. En este aspecto, se identifican nuevas tendencias de valoración aplicadas en la actualidad, producto de los cambios en el entorno, que motivan a adaptar nuevas formas o elementos de valoración. A continuación, se revisa el método que ha alcanzado un mayor nivel de aceptación desde lo teórico-conceptual-metodológico desarrollado últimamente por la comunidad

¹ Contadora Pública. Universidad del Cauca. mzuniga7@estudiantes.areandina.edu.co Popayán Cauca - Colombia

² Administrador de empresas. Universidad Popular del Cesar. Losorio93.@estudiantes.areandina.edu Colombia

³ Ingeniero de Sistemas. Universidad Autónoma de Colombia. cprada18@estudiantes.areandina.edu.co Bogotá DC - Colombia

académica. Posteriormente, se hace una caracterización de acuerdo con la literatura existente y actualizada sobre lo que se debe tener en cuenta para su desarrollo, y culminar revisando las tendencias actuales frente a la valoración desarrollada a partir de los métodos de flujo de caja descontados, dadas las dinámicas en el mundo de hoy donde se contextualizan nuevas necesidades que surgen en ambientes de incertidumbre donde las decisiones están influenciadas por elementos técnicos y de conocimiento del negocio. En este sentido, se busca establecer las tendencias de valoración y las aplicaciones recientes sobre el método de flujo de caja descontado, empleando generalmente como insumo artículos de investigación recientes de los últimos 5 años, para determinar un estado reciente de la valoración y el método específico. Nuestros hallazgos deberían ser de interés tanto para los gerentes como para los investigadores que se han dedicado al campo de la valoración.

Problema

De forma general, la valoración tiene dos problemas que se pueden percibir; el primero se concentra en la forma como el mercado determina el valor de la empresa y el segundo en la forma como afectan las decisiones al valor mismo de la empresa, dejando una dualidad entre el cálculo del valor y la creación de valor. Así mismo, se Álvarez et al. (2006) considera que el valor de una empresa varía de acuerdo con quien se interese por ella y los motivos que despierten su interés. Esto, teniendo en cuenta que en la práctica, cada valor emitido es el resultado de la negociación entre inversores, nuevos inversores y la dirección de la empresa (Gornall & Strebulaev, 2020).

Por otra parte, el objetivo de conocer el valor de la empresa no solo recae en la posibilidad de venta que pueda surgir de la misma, pues, puede ser de gran interés para personas internas como para personas externas a la compañía; contando con accionistas o inversores, personal directivo y administrativo, a los cuales se suele denominar como stakeholders o grupos de interés. Al analizar el valor y los determinantes que brindan dicho valor a la compañía, se pueden tomar decisiones del direccionamiento, ya sea hacia nuevos proyectos, realización de apalancamiento para incrementar la propiedad planta y equipo de la compañía, formas y alcances en los niveles de endeudamiento⁴, decisiones de inversión a largo plazo que generen rentabilidad (Castañeda & Rubio, 2018). De esta forma, los criterios que se deben tener en cuenta para la valoración tiene que ver con la participación en el mercado, los programas de desarrollo, inversión en ejecución, proyecciones, los contratos, las franquicias, las concesiones y, en general, todo factor o acuerdo público o privado que obligue o garantice el suministro y/o prestación de bienes y/o servicios durante un lapso determinado o determinable y que incida en la cuantificación del potencial de utilidades que puede generar en el futuro la entidad, así como en la de su flujo de efectivo. Según Hernández & Gualdrón, (2014) la valoración de empresas requiere recopilar información de la empresa, de clientes, del sector, análisis estratégico y competitivo, evaluar el impacto en la toma de decisiones, y adicionalmente aplicar métodos que contribuyan al análisis de valoración.

Dentro del ciclo de vida de una empresa hay momentos en los cuales es imprescindible determinar su valor, y dentro de los cuales pueden estar: operaciones de compra y venta, fusión de sociedades, escisiones, salidas a la bolsa, valoración de empresas que cotizan en la bolsa, en liquidación, en inversiones en empresas cotizadas en la bolsa, en planificación estratégica, en herencias y transmisiones patrimoniales, como base para la negociación con terceros, identificación de activos intangibles, evaluación de rentabilidad, para identificar fuentes de valor y apalancamiento. Estos ejemplos son necesarios porque ponen en evidencia la importancia de los métodos de valoración para el análisis fundamental y la toma de decisiones. Frente a lo

⁴ Por recursos propios o a través de financiamiento por terceros.

anterior, un ejemplo de la elección de un adecuado método de valoración será aquel que refleje de una manera razonable la realidad económica de las empresas, realizando un análisis desde una perspectiva financiera a aspectos tales como, el entorno macroeconómico, el proceso y las etapas de la fusión, el proceso de valoración y sus resultados, contribuyendo con esto a establecer las bases de decisión para la elección de un método de valoración (Gómez & Álvarez, 2016).

La literatura existente sobre la creación de valor empresarial ofrece información esencial, sobre las teorías de las finanzas corporativas, sugiriendo colectivamente que el valor depende de las capacidades de flujo de caja descontado, las oportunidades de crecimiento y la forma organizativa de las empresas (Dogru et al., 2020). A partir de lo anterior, el método de valoración a analizar es el flujo de caja descontado; dado el interés que despierta en los autores, que sean utilizados comúnmente en la práctica para la valoración y la toma de decisiones con respecto a las inversiones en activos (Hahn et al., 2018), dado el hecho de que el flujo de caja de una empresa tenga tres destinos diferentes relacionados con la reposición de capital de trabajo y activos fijos, atención del servicio a la deuda y reparto de utilidades (García, 2003). En esta línea, la importancia de este método, radica en definir el valor actual de la empresa tomando los flujos de caja futuros descontando la tasa de coste de capital y las proyecciones a corto, mediano y largo plazo; y de esta manera añadir la evolución histórica de las cuentas contables de la empresa (Hernández & Gualdrón, 2014). En este sentido, es un método que puede brindar información relevante a los grupos de interés y no expresamente al gerente de la compañía, además puede ser el más acertado al momento de determinar el precio justo de intercambio. Además, puede ser visto como una propuesta que parte de los estados financieros de la compañía y la estructura de endeudamiento de la empresa, para realizar un diagnóstico mediante diferentes indicadores o inductores de valor, y así, construir los insumos necesarios para desarrollar la valoración. Esto con el fin de revisar la capacidad financiera de la firma, manteniendo como estrategia el desarrollo de nuevos proyectos de inversión y definir si una estructura financiera dinámica permite mejorar el valor corporativo (Rivera & Díaz, 2018).

Dadas las condiciones que posee la economía colombiana, donde la información financiera de las empresas es guardada celosamente y solo unas cuantas empresas cotizan en bolsa, se complica la tarea a la hora de emplear métodos que requieren comparar la empresa con otras de características similares. Por tal motivo, los métodos basados en el descuento de flujos de caja toman gran relevancia y se convierten en los mejores a la hora de emplear el proceso de valoración (Perdomo & Riaño, 2019). Lo anterior, dada la adaptabilidad del método a nuevas situaciones que se presentan en el entorno, las cuales se producen por efecto de la regulación, la cual obliga a que sean tenidas en cuenta nuevas tendencias y características del método que incorporen argumentos suficientes para garantizar una valoración acorde a los intereses buscados en la actualidad por los grupos de interés.

Y esto se explica porque el método de flujo de caja descontado incorpora el valor de las oportunidades de crecimiento, el valor del dinero en el tiempo y el costo del capital. Es importante aclarar que trabaja sobre un escenario futuro incierto, lo que hace necesario plantear supuestos subjetivos, de cara a la toma de nuevas decisiones de inversión. En este sentido, para prever la los precios se estiman los flujos de efectivo reales y las tasas de descuento ajustadas al riesgo, estas últimas con relevancia sobre la previsión de precios y el valor presente neto (Hahn et al., 2018).

Lo cual puede ser visto como una desventaja porque se requiere que para realizar la valoración se tenga conocimiento detallado del negocio. Así mismo, se ignoran otros aspectos relevantes de la valorización, como los pasivos, contingencias, información histórica de la empresa. En este aspecto, también es

importante adicionar que las decisiones de inversión pueden estar significativamente influenciadas por factores psicológicos o emocionales (Wu et al., 2021), que no son considerados por este tipo de métodos.

En este contexto, dada la importancia de la valoración para las empresas y la significancia del método de flujo de caja descontado en la presente investigación se realizó una revisión de la literatura académica relacionada con las tendencias actuales relacionadas con el tema de investigación. ¿Cuál son las tendencias en el proceso de valoración de empresas y la aplicación sobre el método de flujo de caja descontado?

Objetivos

Objetivo General

Analizar el cuerpo de literatura académica existente sobre la valoración de empresa y la aplicación del método de flujo de caja descontado, en los últimos 5 años.

Objetivos Específicos

- Explorar a partir de la revisión de literatura académica las tendencias relacionadas con la valoración de empresas.
- Caracterizar los elementos necesarios para llevar a cabo la valoración de empresas a través del método de flujo de caja descontado.
- Analizar las tendencias actuales relacionadas con la aplicación del método de flujo de caja descontado.

Justificación

En este documento se hizo una revisión de la literatura para situar el estado del arte sobre valoración de empresas, que sirva como base para apoyar a futuras investigaciones a abordar temáticas relacionadas con la valoración, los procesos de toma de decisiones, la rentabilidad y el desempeño de la firma. Además, se contempla el método de flujo de caja descontado, la idea fue brindar razones por las cuales este continúe siendo considerado como una de las soluciones posibles al problema que no deja de presentarse en muchas de las empresas en la actualidad, el cual consiste en conocer y valorar una empresa, además de estar seguros al momento de una negociación de la realidad y transparencia reflejada en los flujos de caja que se relaciona con los ingresos y egresos.

Son muchos los motivos que conducen a la administración de una empresa a realizar la valorización. De acuerdo con Lopez & Vega (2014) a partir de la valoración se establecen las operaciones de mercado, las modificaciones estructurales y los posibles conflictos legales. Sin embargo, las metodologías de valoración han ido variando con el transcurso del tiempo, desde procedimientos elementales basados en la situación patrimonial, hasta aquellos cada vez más sofisticados sobre la base de diferentes escenarios de proyecciones. Es importante reconocer antes que nada el enfoque de la empresa, su posición en el sector, el mercado que abarca y la estructura que mantiene; luego conocer los resultados actuales e históricos que ha dejado, es decir en función de la utilidad y tercero pronosticar los rendimientos futuros esperados.

Las investigaciones posteriores que sirvan para nutrir aún más el marco teórico relacionado con la temática de estudio, guiarán conceptual, teórica y metodológicamente la valoración de empresas, estimado para diversos fines. Debido a que hay múltiples criterios a estimar que aún no son evaluados ni tenidos en cuenta para el éxito de los objetivos de la empresa y que incurren en el desarrollo de sus actividades, dada la dinámica actual de las organizaciones en todo el mundo. En este sentido, se puede considerar el cambio en las tendencias por efecto de la respuesta a las heterogeneidades de información contable y financiera, atribuido esencialmente al efecto dinámico de las Normas Internacionales de Información Financiera –

NIIF⁵ sobre el valor de las tenencias de efectivo (Karpuz et al., 2020). Lo anterior, desde la migración del modelo de valoración de activos a costo amortizado – o también llamado a costo histórico – al de valor razonable en donde si tienen en cuenta el valor presente de los flujos futuros, lo cual contiene nuevos elementos a considerar a la hora de medir y valor los resultados de una empresa.

Por otro lado, también puede contarse con el impacto de las nuevas disciplinas que nacen producto de los cambios tecnológicos de la cuarta revolución industrial que buscan generar valor para las organizaciones a partir de los datos y que mejoran el desempeño de las estrategias incorporadas, promoviendo un mejor horizonte a partir de nuevos productos, mejor entendimiento del mercado y el desarrollo de ventajas competitivas, incrementando el valor de la firma⁶ (Schwab, 2016). Lo anterior, en función de los cambios en las industrias dados por la aparición de nuevos modelos de negocios relacionados con la forma como van a actuar las organizaciones, para desarrollarse en el entorno, a partir de la redefinición de las estructuras al interior de las mismas y de sus sistemas de dirección.

El valor agregado de esta revisión tiene que ver con la posibilidad de reunir en un solo documento algunas de las tendencias actuales relacionadas con la importancia de la valoración de empresas y específicamente con los métodos de flujo de caja descontado, teniendo en cuenta los cambios a nivel mundial de las dinámicas tecnológicas, económicas y sociales que inciden sobre la forma en las cuales las empresas son valoradas. Lo anterior, haciendo una caracterización y mapeo de los principales cambios y nuevos enfoques de valoración, en donde se debe de tener en cuenta la incidencia de las nuevas industrias, la importancia actual que tiene el proceso y las nuevas formas de valorar desde el método de flujo de caja descontado.

Antecedentes

En los estudios seleccionados donde se ha realizado algún tipo de análisis relacionado con la valoración de empresas y específicamente sobre el modelo de flujo de caja descontado

En ciertos casos, se buscar expandir el uso del conocimiento y de la técnica de valoración contribuyendo a establecer estrategias, actividades de generación de valor y por ende una herramienta confiable que permita tomar decisiones financieras generadoras de crecimiento, supervivencia y utilidades. Desde esta óptica, los autores Salazar et al. (2012) realizaron un diagnóstico del estado actual de una empresa a través del método de FCD que ayudó a contener el enfoque estratégico que se requiere para dar cumplimiento a los objetivos planteados de la misma. Producto de la valoración, los autores determinan que la empresa cuenta con una adecuada estructura de financiación, al utilizar la fuente operativa para cubrir aplicaciones de corto y largo plazo y tomando deuda de largo plazo para apalancar inversiones en activos fijos; generando retornos sobre la inversión patrimonial y en activos superiores al costo asociado de los mismos, en línea con los altos niveles de rentabilidad y razonable reinversión.

En cuanto a la valoración del flujo de caja descontado de una empresa Gajek & Kuciński (2017) manifiestan que en medio de los problemas, los propietarios se encargan de proporcionarle nuevo capital, de no ser así la empresa será liquidada, en este aspecto y cuando hay ausencia de entradas y salidas de capital, los fondos propios se modelan mediante un proceso que los autores denominan como “espectralmente negativo”.

⁵ Desarrolladas por la Fundación IFRS y el consejo de Normas Internacionales de Contabilidad para mejorar la comparabilidad internacional y la calidad de la información financiera.

⁶ Aparece el concepto de data monetization que se refiere al proceso de utilizar datos para obtener un beneficio económico cuantificable. Los métodos internos o indirectos incluyen el uso de datos para realizar mejoras medibles en el rendimiento comercial e informar decisiones.

Sobre este panorama, los autores definen una estrategia óptima para el pago e inyecciones de capital que maximice el valor de la empresa que sea relevante desde el punto de vista empresarial y de supervisión ampliando el alcance del método de FCD.

Los autores Huang & Mazouz (2018) investigan el impacto del exceso de efectivo en el riesgo de liquidez que enfrentan los inversores y su prima de liquidez requerida, a través de un análisis en el cual identifican que el exceso de efectivo mejora la continuidad comercial y reduce tanto el riesgo de liquidez como el costo del capital social. Así mismo, examinan el impacto del exceso de efectivo en el valor de la empresa, concluyendo que el efecto directo del exceso de efectivo en el valor de la empresa es negativo y que su efecto indirecto a través de la liquidez es significativamente positivo, lo que indica que es menos probable que los inversores sancionen a las empresas sin liquidez por tener un exceso de efectivo.

Por el lado de Weng & Söderbom (2018) consideran que la inversión en investigación y desarrollo – I+D es sensible a las fluctuaciones del flujo de efectivo debido a la información asimétrica y los problemas de agencia en el mercado. Para su demostración, adoptaron el valor de la empresa, el capital físico y el empleo para capturar los fundamentos de la empresa como indicadores de oportunidades de inversión. Así mismo, agregaron el flujo de caja para determinar el grado de sensibilidad de las fluctuaciones del flujo de efectivo, encontrando que los fundamentos de la empresa afectan significativamente la participación y el gasto en I+D y estas a su vez tienen una alta sensibilidad a los flujos de efectivo, dejando como pauta la importancia de suavizar la I+D.

Frente a la valoración a través del método del flujo de caja descontado Lilford et al. (2018) opina que en este método solamente se calcula el valor presente neto y tasas de descuento para llegar a un valor y a partir de este argumento, proporcionando una discusión sobre qué, por qué y cómo se deben usar las tasas de descuento, dado que considera inapropiado e inexacto, usar únicamente una tasa de descuento en una ventana temporal o incorporar un ajuste de riesgo arbitrario sobre la tasa de descuento que surge de la incertidumbre no sistemática. Ante esto, propone una solución denominada el flujo de caja derivado que combina relaciones de deuda que cambian continuamente con ajustes de riesgo específicos, para los riesgos asociados con la operación.

Por su parte, Ni et al. (2019) estudian los flujos de efectivo de las actividades operación, inversión y financiamiento, en donde se explora el efecto de los diversos flujos de efectivo en el valor de la empresa, lo anterior a través de una metodología que emplea datos panel para determinar el tipo de actividades que crean o destruyen valor.

Por su parte, Perdomo & Riaño (2019) proponen un modelo de valoración que se adecúe a las condiciones del sector y las necesidades de los directivos e inversionistas. Este ejercicio lo realizan a través de un flujo de caja descontado, de dicho proceso se extraen resultados que no reflejan resultados inequívocos y descontados de subjetividad, dada la gran cantidad de variables que intervienen en los resultados de la valoración, brindando la mejor aproximación del valor de la compañía analizada. A través de su argumento es posible identificar ciertas particularidades del mercado y del entorno económico, sobre el cual se desenvuelven las empresas, pues cada sector específico tiene sus propias características es imprescindible hacer un entendimiento del contexto actual, demostrando que el método analizado es uno de los mejores para el proceso de valoración a empresas de los sectores manufactureros y de servicios.

Por otra parte, DeLong et al. (2019) investigan la valoración justa o consistente entre el mercado con el cálculo actuarial, de los flujos de efectivo de seguros en tiempo continuo. A partir de una metodología

basada en coberturas y tasaciones actuariales, se iteran hacia múltiples periodos para hallar la valoración actuarial consistente con el valor de mercado, con el fin de estudiar la dinámica del valor de liquidación de la empresa.

Por su parte, Bjornsen et al. (2020) realizan un estudio relacionado con la forma como los inversores responden a las prácticas de divulgación de las empresas, examinando la asociación entre el valor y la no divulgación de efectivo extranjero, lo cual tiene consecuencias en materia de inversión. Sugiriendo que los inversionistas tienen demandas de información y que la retención de efectivo extranjero resulta en un descuento de valoración lo cual es de interés para la actividad empresarial que se concentra en la divulgación de informes financieros y el comportamiento de la industria al proporcionar evidencia de que los inversionistas penalizan a las empresas que ignoran la presión de divulgar información.

Más recientemente, Dogru et al. (2020) examinan los efectos concurrentes de los flujos de efectivo, las oportunidades de crecimiento y los retornos por adquisiciones de franquicias en empresas del sector alimenticio, demostrando que las empresas del sector con altos flujos de caja obtienen rendimientos más bajos en comparación con empresas con bajos flujos de caja. Por lo que concluyen que las adquisiciones reducen problemas de inversión. En este sentido las decisiones estratégicas de inversión son de suma importancia para maximizar el valor y la riqueza de los accionistas, para lo cual, se requiere una amplia evaluación de los efectos individuales y mistos de las perspectivas de crecimiento y de las estructuras financieras y organizativas.

Del lado de Chiu et al. (2019) se realiza un estudio sobre las rentas vitalicias indexadas que son productos que eliminan el riesgo a la baja y, al mismo tiempo, brindan potencial alcista. Sobre esto, se pretende obtener la fijación de precios, a partir de un modelo de tipo de cambio y uno de tasa libre de riesgo extranjero en el marco de la fijación de precios de Black and Scholes. A partir de ello, obtienen un tope de retorno que ilustra cómo las características del contrato y los parámetros del mercado afectan los valores del contrato.

Según Fan et al. (2020) las empresas deben crear recursos intangibles como activos reputacionales, debido a que esto impacta en el mejoramiento de la relaciones con las partes interesadas y atraer a más consumidores, influyendo positivamente en su desempeño financiero. Además, al reducir la asimetría de información entre la empresa y los inversionistas, y para ello será conveniente mejorar la liquidez de las acciones, reducir el costo de transacción y el costo de agencia, y aumentar la valoración a largo plazo de las empresas.

En el caso de Lee et al. (2020) proponen un método para la generación de datos de elección para productos comerciales cuyo dinero esperado es un factor clave en la elección del consumidor. Para ello, plantean un modelo de flujo de efectivo descontado, en lugar de un modelo de utilidad para estimar las tasas de descuento. De esta forma, utilizan el modelo de FCD en lugar del modelo de utilidad para estimar las tasas de descuento, el cual ayuda a generar datos de elección sintéticos. Desarrollando en este aspecto un FCD que prediga la elección del consumidor después de tener una tasa de descuento óptima, a través de técnicas de optimización basadas en la función de flujo de efectivo y utilizando los datos de elección.

En el caso de Gornall & Strebulaev (2020) desarrollaron un modelo de valoración para empresas respaldadas por capital de riesgo y lo utilizaron para valorar unicornios utilizando los términos financieros de las presentaciones legales y descubrieron que al ajustar ciertos términos que inflan la valoración, casi la mitad de los unicornios pierden su estatus de unicornio.

Por el lado de Caselli & Negri (2021) argumentan que en el proceso gerencial existen dos momentos; el primero relacionado con la inversión que contempla la elección y el cierre del trato, que es donde la valoración de la empresa es fundamental para los rendimientos económicos futuros y el segundo donde se valora el capital en riesgo, una vez se lleva a cabo la negociación donde el capital privado vende la participación al accionista entrante. Ante esto, los autores ven la importancia de una valoración sólida dentro de los acuerdos de capital privado y con este motivante identificar y proponer unas fases estándar comunes a todas las inversiones que es necesario emprender para cumplir con el proceso de valoración. Estas fases comprenden el análisis del plan de negocios, evaluación de las necesidades financieras, análisis del valor de la empresa, fijación de precios y salida.

Aparte Chen (2021) opinan que la teoría de Modigliani y Miller (1958) se derivó de un caso muy especial de flujos de efectivo dado que el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) el cual juega un papel fundamental en la decisión de estructura de capital y valoración de activos. Sin embargo, desde su experiencia indican que la valoración de activos calculada a partir de los flujos de efectivo descontados por WACC difiere de la suma de los valores de deuda y capital. Ante esto, desarrollan un ejercicio en el cual intentan demostrar que la valoración por WACC es igual a la suma de los valores de deuda y capital, solamente cuando el índice de deuda y capital es constante en el tiempo. El resultado de este análisis consiste en que dada esta condición el descuento por WACC no es una medida correcta de valoración de activos para ser usada en los métodos de flujo de caja.

Por su parte, Jafarizadeh & Bratvold (2021) realizan un análisis de creación de valor sobre proyectos petroleros, en donde prevén probabilidades de fracaso y un interés mayor por las empresas que intentan evitar pérdidas relacionadas con malas decisiones de inversión. En este sentido, reconocen que las empresas utilizan principios inconscientes que oscurecen las decisiones de maximización del valor. Estas decisiones se evalúan con una única tasa de descuento, lo cual puede dar lugar a sesgos y malas decisiones. Ante este panorama, los autores implementan un método coherente de valoración, en donde sobresale la valoración de inversiones inciertas. Ante esto recalcan las inversiones el valor de la información⁷ y el valor de la flexibilidad⁸, en el marco de un esquema de valoración integrado donde sea posible separar las incertidumbres de mercado y privadas.

Perni et al. (2021) mencionan la importancia del método de valoración contingente para estimar valores monetarios y no de mercado, evaluando la validez y fiabilidad comparando estimaciones de la disposición a pagar y las condiciones monetarias reales, a la vez que se evalúa la validez de las preferencias individuales, impulsadas por un comportamiento económico, racional y otros factores. Con este propósito realizaron un análisis de regresión para inferir que las estimaciones de disponibilidad a pagar son adecuadas para inferir el valor económico de activos ambientales.

En síntesis, la valoración de empresas no ha dejado de ser vista como un proceso oportuno para determinar el valor económico de una empresa partiendo de sus cifras financieras, planes de negocio, expectativas de crecimiento y otros ítems que han ido apareciendo y que terminan siendo generadores de valor. La importancia de la valoración es que siempre se encuentra en evolución a partir del desarrollo de nuevos métodos que comienzan a depender más de los conocimientos técnicos y la experiencia de quien hace el análisis, para aproximarse a un rango donde se encuentre el valor del negocio o empresa en marcha.

⁷ Invertir en más información para reducir el riesgo.

⁸ Invertir en desarrollar flexibilidad para capturar la ventaja o reducir la incertidumbre a la baja

Marco Teórico

El concepto de valor es más abstracto que el de precio. Mientras que precio es algo más tangible y es simplemente una referencia para adquirir algo a cambio de un pago en dinero o en especie, el valor es una cantidad subjetiva que forma todo el potencial de algo. El concepto de valor ha tenido diferentes connotaciones teóricas a través de la historia. Desde las escuelas del pensamiento económico (Alfred Marshall y Karl Marx) de las cuales no se hace puntual referencia. Por lo tanto, el concepto de valor hace referencia al grado de utilidad o aptitud de las cosas para satisfacer necesidades o proporcionar bienestar (Parra, 2013). Dicho bienestar hace énfasis en los agentes que interactúan con una empresa y que reciben, o esperan recibir, un flujo de ingresos (Wu et al., 2021). Por lo que el concepto de valor se puede relacionar como la diferencia entre los incentivos distribuidos y el costo de oportunidad de los recursos aportados, así, el valor de la empresa es la suma del excedente que empresa da a todos los agentes. Los agentes en este caso incluyen a los inversionistas, clientes, proveedores, empleados, el gobierno y la comunidad (García, 2003).

Para el caso del accionista, el valor de una empresa es la diferencia entre el valor presente descontado de las devoluciones en efectivo y el efectivo inversiones; en el caso del cliente sus inversiones se realizan con la expectativa de que el valor presente de los beneficios generados a partir de los bienes o servicios recibidos de la empresa; los proveedores contribuyen a la empresa en la forma de bienes y servicios, y tienden a recibir efectivo de la empresa; el empleado recibe salarios, beneficios, satisfacción, relaciones, habilidades humanas y reputación en el horizonte laboral; el gobierno valora una empresa a través de la suma de valores de los servicios con y sin precio, aportado por sí mismo en forma de recursos para las empresas; y por último, la comunidad mantiene intercambios con las empresas en forma de externalidades positivas y negativas, el valor de la empresa en este caso el resultado neto de todos estos flujos de recursos (Lopez & Vega, 2014). Para ello, se debe tener en cuenta tres tipos de demandas de valor que suceden al interior de una empresa "podría ser", "debería ser" y "deber ser"; el último distingue entre "valor de uso" y "valor de cambio". Para ello, es importante equilibrar diferentes dimensiones de valor para definir procesos que sean significativos y estén respaldados en una organización, al nivel de demanda de valor que sea requerido (Brocke & Rosemann, 2015). Así mismo, la valoración como "el proceso mediante el cual se obtiene una medición homogénea de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o una medición de su actividad, de su potencialidad o de cualquier otra característica de esta que interese cuantificar" (Cardozo, 2017).

Lo anterior se puede encontrar relacionado con conceptos como el de responsabilidad social empresarial, teniendo en cuenta que a partir de las acciones que derivan de las preocupaciones sociales y ambientales en las operaciones, se puede mantener una reputación de trato justo con las partes interesadas. Dicho capital reputacional, refuerza el compromiso de las partes interesadas con la firma, pues sin la cooperación infundada sobre los compromisos recíprocos implícitos, algunas operaciones comerciales dejarían de hacerse. Por lo cual, la reputación impacta indirectamente sobre el desempeño de la empresa y sobre el costo de oportunidad (Martin & Wallace, 2013). La importancia de esto radica en que no solamente se trata de aumentar las ganancias para los accionistas, sino también el tamaño del pastel corporativo que se divide en todas las partes interesadas.

En este mismo sentido, hallazgos muestran que existe una interrelación entre instituciones externas e indican una relación complementaria entre gerencia basada en valor - VBM, propiedad con orientación financiera y orientación al accionista, lo que aumenta la creación de valor (Firk et al., 2016). Es importante precisar que el resultado final de la valoración puede llegar a ser subjetivo por definición, dado que

dependiendo del stakeholder la valoración puede resultar tener una utilidad diferente, además cuando se realiza un enfoque de ingresos para valorar una empresa, se requiere predecir el futuro, el cual es incierto y diferente para los diversos usuarios finales. Por otro lado, a la hora de valorar, se integran los diversos componentes y la asignación dada a cada uno es equivalente sin tener el mismo impacto en el negocio (Andriesson, 2005). En este sentido “la preocupación por la generación de valor se ha dado principalmente por el flujo mundial de capitales, los retos de la globalización, las privatizaciones y la necesidad de mejores medidas para evaluar el desempeño” (García, 2003).

Luego de definidos los conceptos generales, Lopez & Vega (2014) dimensiona que la valoración de una empresa va más allá de reconocer la cantidad que el comprador está dispuesto a pagar al vendedor por un bien o servicio. La valoración de empresas es el proceso mediante el cual se determina el valor para los clientes, accionistas y potenciales compradores, que termina por incidir en decisiones administrativas. García (2003) denomina a esto una serie de procesos que permiten la alineación de los ejecutivos con el direccionamiento estratégico; de forma que las decisiones propendan por el permanente aumento del valor de la empresa. Según diversos autores como Salazar et al. (2012) la valoración de una empresa es reconocida como la forma que utilizan para conocer su valor en el mercado, resultado de proyecciones financieras basadas en el futuro productivo. En el intento de conocer su valor en el mercado, las empresas deben tener en cuenta múltiples aspectos que moldean su situación financiera, tales aspectos están en función de su operatividad. Si crear valor hace referencia al futuro, el futuro es, habitualmente, incierto. En consecuencia, la rentabilidad económica esperada va asociada a un nivel de riesgo que hay que conocer, asumir y, en la medida de lo posible, gestionar. El valor de la empresa no se puede estimar aisladamente de la dimensión del riesgo, dada la incertidumbre que puede presentarse sobre el entorno y su impacto en la empresa.

En este sentido, el proceso de valoración de una empresa es eminentemente subjetivo debido a que ella se realiza sobre argumentos o juicios de valor con o sin fundamento técnico, de allí la posibilidad que existan diferentes valores para una empresa. Así, conforme a la mayoría de los autores, para que una valoración sea correcta, deberá apoyarse en una fundamentación de carácter técnico y basarse en supuestos reales y correctos, todo ello sin olvidar la subjetividad sobre la que se apoya la valoración (Amaya, 2017). En este sentido, hay que tener en cuenta que la valoración está sujeta a numerosos factores, en el nivel empresarial e institucional, que reducen la objetividad de la valoración (Sarmiento, 2013). En este sentido, se identifica que la valoración de una empresa es un proceso mediante el cual se asignan cifras a eventos o hechos económicos, de acuerdo con reglas, con unos propósitos particulares para dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital en el presente, considerando unas variables que permitan determinar su valor en el tiempo (Parra, 2013).

De la misma forma, Pablo Fernández opina que “la valoración de una empresa es un ejercicio que requiere de sentido común y conocimientos técnicos los cuales son necesarios para no perder de vista: ¿Qué se está haciendo? ¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? ¿Para qué se está haciendo la valoración? ¿Para quién se está haciendo?” (Fernández, 2008), por lo que es importante contar con información cualitativa, cuantitativa e histórica. En este sentido, se ha determinado que “lo importante al momento de realizar una valoración de la compañía es tener el mayor conocimiento de ella, ya que el desconocimiento puede hacer que se usen métodos de valoración no adecuados, los cuales generan un resultado impreciso” (Lopez & Vega, 2014).

Con lo anterior, surge la importancia de hacer un diagnóstico financiero y estratégico antes de realizar cualquier valoración. Analizando el uso de sus recursos, la capacidad en reparto de dividendos y pago del servicio a la deuda, visualizar bajo el enfoque integral el efecto que sobre la estabilidad de la empresa están produciendo las decisiones operativas y financieras, y determinar la generación de valor de la empresa (Salazar et al., 2012). Por lo tanto, es importante conocer la información contable e información comercial que permita determinar la situación su financiera. Se destaca la importancia del conocimiento y la información que se tenga de una empresa para poder evaluar su situación y acercarse a un resultado más preciso en materia de valoración.

La importancia del concepto de valoración de empresas parte de la propia maximización del valor para los accionistas, como principal objetivo financiero. Así, Garcia (2003) demuestra que el objetivo básico financiero es la maximización del patrimonio de los propietarios. Por lo tanto, debe ser tenido en cuenta por los directores financieros y debe ser el primer paso para definir cualquier estrategia de orden empresarial y financiera. De la misma forma lo determina Lopez & Vega (2014), al decir que la valoración de empresas es una labor muy compleja y que su calidad va a depender de la capacidad de la persona que la realice. La valoración de empresas va a partir de una serie de técnicas y herramientas, pero, cualesquiera que sean las herramientas o características del modelo aplicado, no implica que la valoración que se haga sea adecuada.

A partir de la gestión económica y financiera se impulsa la valoración de cualquier empresa. “la gestión económica y financiera de una empresa requiere con frecuencia de la determinación de su valor o de una parte de ella, como puede ser el valor de los recursos propios de la entidad. El valor de una empresa es la función del grado de utilidad que de ella se espera” (García, 2016). En la valoración de una empresa se reconoce la utilidad que está en función de la productividad, eficiencia y el desarrollo de estrategias comerciales y de mercado, es decir, partiendo de la información contable en libros, hacia el análisis estructural que la conforman teniendo en cuenta aspectos generales del movimiento operativo y estratégico de cualquier empresa. Según Hernández & Gualdrón (2014) la valoración de empresas requiere recopilar información de la empresa, de clientes, sector, análisis estratégico y competitivo, evaluar el impacto en la toma de decisiones, y adicionalmente aplicar métodos que contribuyan al análisis de valoración, en ese mismo orden.

Frente a lo anterior, es importante referirse a la valoración desde la perspectiva operativa donde se encuentra fuertemente condicionada por su cobertura o el mercado que abarca, las estrategias que se puedan implementar y el grado de apalancamiento que tenga en el sector en el cual se encuentre. Por lo que desde la composición contable y financiera es posible conocer la rentabilidad en función del nivel de utilidad que mantiene una empresa en el tiempo. La rentabilidad es un factor clave en la valoración de la empresa debido a los retornos obtenidos por la inversión, que se definen como el acto de incurrir en un coste inmediato con la esperanza de obtener recompensas futuras (Accinelli, 2004). Así, “las mayores posibilidades de generación de valor agregado están asociadas con la identificación, selección y ejecución de alternativas de crecimiento con rentabilidad” (Garcia, 2003). Para ello será necesario tener definidos unos lineamientos para las inversiones para que el retorno al capital sea positivo, pero también es cierto que el incremento del valor de la empresa está directamente asociado a la disposición de los dueños de invertir en ella.

Frente a lo anterior, el flujo de caja descontado plantea el valor actual neto – VAN, que depende de las proyecciones de flujos futuros de la empresa, considerando una tasa de descuento relevante para la empresa de acuerdo con su estructura de deuda y rentabilidad exigida por los accionistas. Sobre esto Laitinen (2019) resuelve que el método de FCD contiene una serie de tareas difíciles de resolver y que es importante

reconocer, como el hecho de estimar los flujos de efectivo futuros esperados y el valor terminal, además de la elección de la tasa adecuada ajustada al riesgo que cuantifique el riesgo inherente a la inversión.

Diseño metodológico

La revisión es de carácter cualitativa y cuenta con dos etapas básicas, se realizará en primera medida un recorrido bibliográfico por las principales teorías y revisión de estado del arte sobre aspectos como la valoración y los métodos de flujo de caja descontados, reflexión que permitirá realizar un análisis del estado actual de la literatura intentando acercar categorías pertinentes para aproximarse a una lectura del problema propuesto que tiene que ver con tendencias y caracterizaciones. Para ello, se hace necesario verificar la actualidad temática y relevancia científica de esta cuestión, se realiza un análisis de la literatura científica publicada sobre los efectos de la valoración de empresas, realizando la selección del portafolio bibliográfico relevante.

Se realizó una revisión documental de la literatura científica desarrollada en torno al tema de revisión para identificar cuáles son los artículos más importantes para definir las tendencias y caracterizar. Al seleccionar los artículos para la primera revisión se utilizó Science Direct como base de datos de referencias bibliográficas y citas de la empresa Elsevier, de literatura revisada por pares y contenido web de calidad. Las palabras claves utilizadas para seleccionar los documentos fueron “valoración” y “gerencia basada en valor” y “flujo de caja descontado”, los algoritmos de búsqueda relacionan las palabras mencionadas tanto en español como en inglés. La consulta en la base de datos; con estas palabras claves, arrojó un total de 127 resultados (artículos) que podrían ser o no relevantes para esta revisión.

Para identificar los artículos a analizar, la búsqueda se limitó a 2016-2022 y así tener en cuenta la investigación más reciente y reconocer las tendencias del campo, arrojando hasta este punto 95 artículos en 80 revistas. Las temáticas tratadas en estos documentos se limitaron a los relacionados con “Negocios, gestión y contabilidad”, “ciencias de decisión”, “ciencias sociales”, “economía, econometría y finanzas” y “matemáticas”, con el objetivo de acotarla al tema de interés y de mayor impacto sobre la investigación, por lo que la búsqueda arroja 58 artículos. Estos artículos fueron sometidos a lectura para determinar los documentos de alto impacto sobre el tema central, finalmente, quedan los que aparecen en este documento.

Resultados

Tendencias actuales sobre valoración de empresas

Como bien se definió en el apartado anterior, la valoración se puede relacionar con algo tangible e intangible aporta un valor incalculable, explicando que el éxito de la firma que se mide por la rentabilidad y productividad sucede a partir del talento y el conocimiento de las personas que forman parte de la organización, y son ellos quienes direccionan el conocimiento del negocio y las acciones en el mercado en el cual participa la empresa “solo por medio del conocimiento propio del negocio y sus acciones en el mercado donde se desenvuelve lo hacen crecer en virtud de que dependen del talento y conocimiento que tienen los integrantes de las empresas que a su vez las hacen más exitosas y productivas en los mercados donde participan” (Amaya, 2017). Es importante conocer, desde la estructura del negocio, pasando por tener en cuenta la información que se genera (estados financieros e indicadores), hasta las potencialidades que este pueda llegar a tener. Es decir, el conocimiento, la información y las potencialidades son las que en últimas ayudan a determinar el valor de una empresa desde los cuales se evalúan distintos aspectos propios de la estructura de negocio y los resultados.

En línea con lo anterior, las nuevas dinámicas organizacionales promueven que la forma que haya cambios en la forma como se valoran. De acuerdo, con la revisión bibliográfica se identifican las siguientes tendencias en cuanto a valoración de empresas; de acuerdo con investigaciones recientes.

1. Bjornsen et al. (2020) anota que la valoración ha transformado fronteras y que la falta de divulgación de la información incide sobre las inversiones.
2. Existen elementos claves que están logrando que la valoración se realice para diversos fines
3. La medición es necesario realizarla desde distintos frentes, teniendo en cuenta factores internos y externos, objetivos y subjetivos, para poder determinar la posición de la empresa en el mercado o en el sector en el cual se encuentre.
4. Es posible ver por qué la valoración alcanza tanta importancia para las empresas, lo que se debe a que a través de ella es posible medir el valor agregado no solo de la empresa, sino también de principales puntos estratégicos y distintos ejes comerciales.
5. La valoración caracteriza los clientes de una empresa, los productos, los empleados, los proveedores, los accionistas y sobre todo las sucursales. Frente a este aspecto, se ve la necesidad del incluir para valorización de nuevos activos, relacionados con permiso.
6. Cada día más la valoración cambia su forma de medición, para extraer opciones reales, simulaciones de Montecarlo, análisis de sensibilidad, seguridad, árboles de decisión. La cual puede ser vista como una nueva tendencia por las nuevas formas que se integran con otras con el entorno.
7. Aparecen nuevos elementos donde se hace imposible la valoración relacionados con la integración, como por ejemplo los cambios de entorno.

Teniendo en cuenta los anteriores criterios que se consideran en la literatura para efectos de la valoración, se tienen presente unos métodos a través de los cuales es posible medir el valor de la compañía, los cuales se clasifican en seis grupos de la siguiente forma.

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

Fuente. Adaptado del libro Valoración de empresas del autor Pablo Fernández

En síntesis, los métodos de valoración basados en las cuentas de balance⁹, mantienen una perspectiva estática, pues no se tienen en cuenta el valor del dinero en el tiempo, el contexto, ni aspectos específicos de la organización, que no se reflejan en los estados financieros. En contraparte, se tienen los métodos basados en la cuenta de resultados que calculan el valor teniendo en cuenta los beneficios, utilizando generalmente múltiplos o coeficientes para hallar el valor. De forma integral, se tienen los métodos mixtos que se encuentran basados en el fondo de comercio o goodwill, los cuales incorporan el valor de elementos inmateriales de la compañía, que generalmente no se reflejan en los estados financieros. La importancia de este método se debe a que dentro de la valoración se reconoce una ventaja respecto a otras empresas de un mismo sector. Por otro lado, se tienen los métodos de valoración que se encuentran basados en el descuento de flujos de fondos que intentan determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de

⁹ Se denominan de esta forma porque el valor de la empresa se calcula a partir de la estructura de balance

efectivo, que serán descontados posteriormente a una tasa que se determina en función del riesgo de dichos flujos, lo cual implica que debe contener una sustentación teórica y metodológica mucho más formalizada.

Si bien, existen varios métodos para valorar empresas, aquellos que cobran mayor importancia tradicional son los métodos de flujo de caja descontado radica en definir el valor actual de la empresa tomando los flujos de caja futuros descontando la tasa de coste de capital y las proyecciones a corto, mediano y largo plazo; y de esta manera añadir la evolución histórica de las cuentas contables de la empresa. En esta misma línea, se tienen los métodos basados en la creación de valor a través de los cuales se intenta hallar la rentabilidad empresarial que es superior al coste de capital, que desde la perspectiva de los autores son una derivación del método anterior. Por último, se tienen los métodos de valoración basados en opciones para la toma de decisiones de presupuestos e inversiones de capital a través de instrumentos derivados que otorgan derechos y no obligaciones de comprar o vender bienes a un precio pactado en el momento del vencimiento. Todos los métodos mencionados, se complementan con el análisis fundamental que tiene en cuenta la situación económico-financiera de una compañía y de sus perspectivas futuras, así como las de la economía en su conjunto con el fin de tomar decisiones de inversión (Fernández, 2008).

Cualquier persona natural o jurídica puede solicitar la valoración para diferentes propósitos, sin importar el tamaño de la compañía. La valoración de una empresa puede hacerse para proporcionar información interna a los gestores de una empresa o bien para llevar a cabo procesos legales, sucesiones, estudios de capacidad de deuda o simplemente para conocer la actual situación financiera de un patrimonio.

De acuerdo con Salazar et al. (2012) proponen un análisis de una empresa que se encuentra en el sector de las telecomunicaciones, y buscar expandir el uso del conocimiento y de la técnica de valoración contribuyendo a establecer estrategias, actividades de generación de valor y por ende una herramienta confiable que permita tomar decisiones financieras generadoras de crecimiento, supervivencia y utilidades. Desde esta óptica se realizará un diagnóstico del estado actual de la empresa que ayudará a contener el enfoque estratégico que se requiere para dar cumplimiento a los objetivos planteados en la presente investigación. Es importante resaltar que el valor agregado de las empresas no se encuentra en sus activos físicos, sino en el capital intelectual de sus directivos, en la calidad de la información, en la capacidad para generar fondos y en los planes estratégicos; lo que también dificulta en cierto grado la actividad de la valoración (Parra, 2013).

De acuerdo con lo anterior, la valoración es posible atribuir, reconocer y estimar el valor de algo teniendo en cuenta diversos elementos o juicios. Es decir, el concepto de valoración definido desde distintas áreas del conocimiento implica evaluar o calcular el grado de utilidad con el cual se satisfacen las necesidades y se genera bienestar, cuyas consideraciones se encuentran dentro del proceso en el cual se crea valor. Al menos, de esa forma lo considera Amaya (2017) como un proceso por el cual se trata de asignar valor a las cosas, determinando el grado de utilidad que reportará a sus usuarios o propietarios. Para ello, se debe tener en cuenta del margen bruto, los costos de almacenamiento, y gastos de envío de los cuales deriva el valor de la empresa y que dependen de las transacciones y de las unidades de negocio (Koller, 2020).

Caracterizando el método de flujo de caja descontado

En este sentido, el flujo de caja descontado de una empresa se puede utilizar para calcular el valor de la firma, pero debe tenerse en cuenta que corresponde a los costos asociados a la empresa, equivale a la compra sin pasivos (Serrano et al., 1986). Se debe precisar que el flujo de caja descontado tiene un efecto positivo significativo en el valor de la empresa y el pago de dividendos, mientras tanto tiene un efecto negativo

significativo en el conjunto de oportunidades de inversión. Por lo tanto, el pago de dividendos y la inversión mantienen un efecto significativo sobre el valor de la empresa (Dewi et al., 2019).

Frente a lo anterior, Ottosson & Weissenrieder (2005) proponen un modelo que introduce un punto de referencia de flujo de efectivo relevante que hará es posible medir el desempeño financiero histórico basado en el flujo de efectivo descontado, a partir del cual no se crean debates sobre cuestiones contables que no crean valor y se encuentra estrechamente relacionado con las operaciones en curso y, por lo tanto, puede ser utilizado por los gerentes para comprender y comunicar realidades empresariales, a partir del flujo de efectivo se tiene el propósito de mostrar la rentabilidad de las inversiones estratégicas.

Por su parte, (Lee et al., 2020) utilizan la técnica de valoración que puede estimar el atractivo de un proyecto de inversión y el valor de un proyecto de inversión. Esta técnica involucra el valor del dinero en el tiempo, que se basa en que el dinero disponible en el presente vale más que la misma suma en el futuro. Un análisis FCD utiliza el flujo de efectivo futuro descontado, donde la tasa de descuento es la base para el descuento, para derivar el valor presente, que es la suma futura de la corriente de flujos de efectivo convertidos al valor actual. La tasa de descuento incluye el costo de las inversiones riesgosas o la incertidumbre de los valores futuros. Luego, el valor presente neto (VPN), una medida de la diferencia entre el valor presente de las entradas y salidas de efectivo durante un período de tiempo, se puede calcular en función del escenario de uso y la tasa de descuento. Entonces se puede determinar la rentabilidad de la inversión. Para productos cuyo propósito es ganar dinero, el VPN representa la evaluación del consumidor sobre la opción de producto dada. Por lo tanto, el modelo FCD puede predecir la elección del consumidor calculando el VPN de las opciones de productos.

De acuerdo con lo planteado por Laitinen (2019) el método a partir del cual se estiman los flujos de efectivo futuros, el valor terminal y la tasa de crecimiento ajustada al riesgo para cuantificar el riesgo inherente de la inversión. Esto favorecer a empresas de crecimiento lento con un período de recuperación corto a expensas de las empresas de alta tecnología de rápido crecimiento. Aun teniendo en cuenta que el efecto de la tasa interna de retorno sobre la FCD es débil, la cual irá aumentando cuando la serie temporal sea más larga, aproximándose a la etapa de crecimiento. Esto hace que los resultados del método no siempre benefician a los grupos de interés.

De acuerdo con Fernández, corresponde al flujo de caja que la empresa genera por su negocio en sí, sin tener en cuenta su estructura financiera ni los activos que no tienen que ver con la actividad de la empresa (Fernández, 2008). En la misma línea aquella parte del flujo de caja generado por el negocio habitual de la empresa que está disponible para remunerar a los suministradores de fondos después de hacer frente a todas las inversiones requeridas por el negocio, tanto en inmovilizado como en capital circulante (Gomez, 2018). En este aspecto, los cambios tecnológicos y el aumento de la competencia global ponen en aprietos a muchas compañías, que de no tomar acciones rápidas y decisivas orientadas al flujo de caja y no solamente al incremento de las ventas y/o a la utilidad pueden terminar siendo historia. Hoy muchas empresas afrontan momentos difíciles, las ventas caen y con ello cae el capital de trabajo, en tanto los costos siguen siendo altos y crecientes. Cuando los resultados de la empresa no concuerdan con las proyecciones, los prestamistas y los mercados se impacientan y se genera una espiral descendente de crédito restringido, pérdida de reputación y amenaza de insolvencia.

Tendencias actuales sobre el método de flujo de caja descontado

Se debe admitir que el método que se debe utilizar en cada caso depende de diversas circunstancias, en la práctica financiera a nivel internacional se ha encontrado que por lo general el método que goza de mayor aceptación para la valoración de empresas es el de valor presente del flujo de caja descontado, donde el éxito depende de la correcta elaboración de las proyecciones que se vayan a utilizar, es normalmente el que cuenta con mayor aceptación en la práctica financiera moderna. En términos generales, reconoce que con frecuencia una parte significativa de las utilidades (o pérdidas) de una empresa es "teórica", por factores tales como las depreciaciones, amortizaciones y provisiones que no constituyen desembolsos de efectivo pero que sí afectan, a veces en forma sustancial, el estado de resultados. La construcción del modelo implica tener la mayor certeza posible acerca de la política de dividendos que en el futuro vaya a aplicar la empresa y en general del calendario que tendrá el pago de las obligaciones a su cargo y la recepción de sus ingresos.

De acuerdo con lo anterior, el mundo de las finanzas ya no está simplemente contento con los números y por eso ha cobrado tanta relevancia el concepto de administración basada en valor que muestra una relación entre una mentalidad de creación de valor, procesos y sistemas de gestión que se requieren para cambiar la puesta en marcha, donde interactúan tres elementos fundamentales, que son la creación de valor, maximización de valor y medición de valor. Para ello, los grupos de interés deben reconocer la importancia de la maximización del valor y se deben identificar los generadores de valor; tales como: tecnología, ventas, crecimiento de las ventas, márgenes de beneficio operativo, relaciones entre activos y ventas, fiabilidad, reputación e impuestos en efectivo, etc. (Ausloos, 2020). De acuerdo con la revisión de literatura que realiza el autor, concluye que FCF parece un modelo confiable entre estos métodos de valoración, con mucha ventaja, debido a su sencillez, precisión y flexibilidad.

Como los datos de elección utilizados para estimar el aumento de la tasa de descuento, el modelo FCD se acerca al verdadero encuestado porque la tasa de descuento estimada se acerca a la tasa de descuento real. Por lo tanto, los valores parciales estimados se acercan a los valores parciales verdaderos debido a un aumento en la precisión de los datos de elección sintéticos. (Lee et al., 2020). Existe una relación entre los fondos propios, la valoración de FCD y la dinámica de los precios de las acciones, así como los rendimientos de las acciones ya que se estableció varias implicaciones comprobables con respecto a los precios de las acciones y los rendimientos de las acciones para períodos sin emisión de acciones. En consecuencia, existe una relación negativa entre el nivel del precio de las acciones y el tamaño de los saltos de los rendimientos de las acciones. Cuando el precio de las acciones cae, el valor absoluto de los saltos en los rendimientos de las acciones aumenta. Esto significa que un impacto en los fondos propios tiene un mayor impacto en el rendimiento de las acciones cuando el precio de las acciones es inicialmente bajo que cuando es alto. Por lo tanto, nuestro modelo predice saltos asimétricos de los rendimientos de las acciones. Desde la perspectiva de la gestión de riesgos, la reducción de la variabilidad en el proceso de recursos propios puede mitigar su impacto negativo en los precios de las acciones, así como ser potencializador de valor (Gajek & Kuciński, 2017). Lo anterior sugiere además que para los cambios que se han presentado en materia de riesgos terminan cambiando el panorama de la medición.

Discusión de Resultados

En contraposición a la valoración tradicional que compensa los riesgos generales, en este documento se conversa sobre la valoración teniendo en cuenta los nuevos aspectos del entorno. Puede que esto no se constituya como un enfoque correcto para todas las decisiones de inversión. Además, los enfoques de valoración no son diferentes, debido a que objetivamente se basan en principios financieros idénticos de

creación de valor y solo se diferencian en dónde contabilizamos los riesgos y las oportunidades de negocio. Pensar en términos de enfoques alternativos de valoración sería revelador para la gestión empresarial, que ha venido cambiando productos a través de las nuevas formas de valorar a las empresas y los nuevos elementos que inciden sobre el cálculo de valor de una compañía.

Si bien, en la práctica es posible determinar una tasa de descuento única que refleje todos los riesgos, esto genera problemas prácticos. Cada proyecto tiene una tasa de descuento única o, al menos una matriz de tasas de descuento para proyectos con diferentes duraciones y niveles de riesgo. Además, las tasas de descuento variables son menos atractivas. En cambio, los gerentes a menudo ajustan los flujos de efectivo con sus puntos de vista conservadores para incorporar incertidumbres específicas. En otras palabras, tienden a ajustar al riesgo los flujos de efectivo, o sus factores y evalúan sus ciertos equivalentes. En este sentido, el enfoque integrado al que hace referencia Jafarizadeh & Bratvold (2021) es una elección más natural en la industria y, además, podría explicar las desviaciones de la práctica con respecto a la teoría.

Sin embargo, con fundamentos teóricos comunes, rechazar un enfoque debido a las críticas anteriores es equivale a rechazar al otro, dado que dos activos que tienen el mismo riesgo y rendimiento también tienen el mismo precio. Para valorar un activo real, podríamos encontrar el valor de una cartera con riesgo y rendimiento idénticos. Es difícil encontrar un activo en el mercado que tenga la misma dinámica que el valor. En este sentido, todas las valoraciones, incluido el enfoque WACC tradicional, se basan igualmente en mercados completos y son interpretaciones alternativas de la ley del precio único. Para utilizar el enfoque integrado, las empresas no necesitan cubrirse, solo necesitan “ser capaces de cubrir” sus riesgos.

Como cualquier alternativa al enfoque convencional, la valoración equivalente cierta también está sujeta a críticas, las cuales argumentan que la cartera de seguimiento, la base del enfoque integrado como se analiza en la literatura de opciones reales, no existe para todas las inversiones. Además, argumentan que debido a que la mayoría de los proyectos son más largos que los contratos de futuros de vencimiento más lejano, para la mayoría de las empresas, la cobertura del riesgo de precio no es deseable ni posible.

Conclusiones

De acuerdo con la identificación de tendencias en el marco de la valoración empresarial se enfoca en el hecho de un mundo cambiante que integra nuevos elementos a tener en cuenta al momento de definir el precio de la negociación. Con lo anterior, se puede mantener un enfoque multipropósito para la valoración que va a terminar incidiendo en resultados consistentes para la toma de decisiones óptimas. En este documento, a través de la exploración de apartes de la valoración se ilustra y se discute sobre este proceso de cara a las complejidades que no son tenidas en cuenta desde el enfoque tradicional de valoración. Ante esto, en la actualidad aparecen nuevos elementos que se tienen en cuenta en la valoración de empresas, como lo es la información (la cual tiene un valor y permite crear valor) ayudando a reducir riesgos dados escenarios de incertidumbre. Adicionalmente, podemos contar con el valor de la flexibilidad de adaptar cualquier cosa del contexto actual y utilizarla para valorar resultados de las empresas.

Por otra parte, se desarrolla una caracterización de los métodos de flujo de caja descontados que hoy en día exigen separar las incertidumbres del mercado en la valoración de empresas y si bien desde el punto de vista tradicional la valoración fue vista como un proceso para calcular el valor de la organización; cosa que interesaba a los gerentes y accionistas. Hoy en día, el espectro es mucho más amplio, teniendo en cuenta los grupos de interés que interactúan con las organizaciones.

Finalmente, se destacan las tendencias de la literatura en materia del método de valoración de flujo de caja libre, en donde se comienzan a establecer los principales cambios sobre el método de valoración, así como sus extensiones. En este caso, para la valoración a través del método FCD se han adoptado nuevos elementos de cara al proceso de valoración detallados en 5 fases, que, si bien ya se habían trabajado de forma tradicional, estas no se encontraban formalizadas. Esto proporciona un esquema conceptual sobre el cual se adscribe el método de valoración, impactando los resultados de cara a las nuevas características del mismo.

Referencias Bibliográficas

- Accinelli, E. (2004). Inversión Bajo Incertidumbre. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 3(1), 21–44. <https://doi.org/10.21919/remef.v3i1.160>
- Álvarez, R., García, K., & Andrés, B. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Finanzas Corporativas*, 18, 59–83. <https://www.redalyc.org/pdf/1650/165013669003.pdf>
- Amaya, N. (2017). *Valoración de empresas*. 1–23.
- Andriesson, D. (2005). Implementing the KPMG Value Explorer; Critical success factors for applying IC measurement tools. *Journal of Intellectual Capital*, 6(5).
- Ausloos, M. (2020). Valuation Models Applied to Value-Based Management—Application to the Case of UK Companies with Problems. *Forecasting*, 2(4), 549–565. <https://doi.org/10.3390/forecast2040029>
- Bjornsen, M., Downes, J. F., & Omer, T. C. (2020). The consequences of deviating from financial reporting industry norms: Evidence from the disclosure of foreign cash. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(5), 106712. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2019.106712>
- Brocke, J. vom, & Rosemann, M. (2015). Handbook on business process management 2: Strategic alignment, governance, people and culture, second edition. In *Handbook on Business Process Management 2: Strategic Alignment, Governance, People and Culture, Second Edition* (Issue May 2017). <https://doi.org/10.1007/978-3-642-45103-4>
- Cardozo, V. (2017). Valoración de empresas por flujos de caja descontados. *Altair*, 1–64.
- Caselli, S., & Negri, G. (2021). Fundamentals of company valuation in private equity and venture capital. *Private Equity and Venture Capital in Europe*, 333–343. <https://doi.org/10.1016/b978-0-323-85401-6.00020-5>
- Castañeda, E., & Rubio, A. (2018). Valoración de la empresa “Transac servicios generales S.R.L.” Mediante la metodología de flujo de caja libre. *Universidad Privada Antonio Guillermo Urrelo*, 1–72. <http://repositorio.upagu.edu.pe/handle/UPAGU/88>
- Chen, J. (2021). On the theoretical foundation of corporate finance. *Structural Change and Economic Dynamics*, 59, 256–262. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2021.08.012>
- Chiu, Y. F., Hsieh, M. H., & Tsai, C. (2019). Valuation and analysis on complex equity indexed annuities. *Pacific Basin Finance Journal*, 57(June), 101175. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101175>
- Delong, Ł., Dhaene, J., & Barigou, K. (2019). Fair valuation of insurance liability cash-flow streams in continuous time: Theory. *Insurance: Mathematics and Economics*, 88, 196–208.

<https://doi.org/10.1016/j.insmatheco.2019.07.003>

- Dewi, I. A. M. C., Sari, M. M. R., Budiasih, I. G. A. ., & Suprasto, H. B. (2019). Free cash flow effect towards firm value. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 6(3), 108–116. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v6n3.643>
- Dogru, T., Kizildag, M., Ozdemir, O., & Erdogan, A. (2020). Acquisitions and shareholders' returns in restaurant firms: The effects of free cash flow, growth opportunities, and franchising. *International Journal of Hospitality Management*, 84(June 2019). <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2019.102327>
- Fan, L., Yang, K., & Liu, L. (2020). New media environment, environmental information disclosure and firm valuation: Evidence from high-polluting enterprises in China. *Journal of Cleaner Production*, 277, 123253. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.123253>
- Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business School*, 3, 1–49. <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- Firk, S., Schrapp, S., & Wolff, M. (2016). Drivers of value creation—The role of value-based management and underlying institutions. *Management Accounting Research*, 33, 42–60. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2016.04.002>
- Gajek, L., & Kuciński, Ł. (2017). Complete discounted cash flow valuation. *Insurance: Mathematics and Economics*, 73, 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.insmatheco.2016.12.004>
- García, E. (2016). La valoración de empresas. Métodos y aplicación práctica. *Semestre Económico*, 4(8), 1–37. <https://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/1394/1439>
- García, O. (2003). *Valoración de empresas. Gerencia de Valor y EVA*.
- Gomez, J. (2018). *Aportes teóricos sobre el flujo de caja . Contenido*. July, 1–12. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.29021.72166>
- Gómez, L., & Álvarez, A. (2016). *Utilización del método de flujo de caja descontado para la valoración de empresas en procesos de fusión. Caso Bancolombia, CONAVI, Corfinsura*.
- Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2020). Squaring venture capital valuations with reality. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 120–143. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.015>
- Hahn, W. J., DiLellio, J. A., & Dyer, J. S. (2018). Risk premia in commodity price forecasts and their impact on valuation. *Energy Economics*, 72, 393–403. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2018.04.018>
- Hernández, L., & Gualdrón, A. (2014). Estudio de valoración de empresas bajo el modelo de flujo de caja descontado. *Innovando En La U*, 6, 93–101.
- Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275–291. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.005>
- Jafarizadeh, B., & Bratvold, R. B. (2021). Project Economics in the Big-Bets Industry: The Integrated Valuation in Practice. *Journal of Petroleum Science and Engineering*, 197, 108095. <https://doi.org/10.1016/j.petrol.2020.108095>
- Karpuz, A., Kim, K., & Ozkan, N. (2020). Does financial reporting regulation influence the value of cash holdings? *Journal of Empirical Finance*, 59(September), 52–67. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2020.09.004>
- Koller, T. (2020). *What is value-based management? John Wiley & Sons*.

- Laitinen, E. K. (2019). Discounted Cash Flow (DCF) as a Measure of Startup Financial Success. *Theoretical Economics Letters*, 09(08), 2997–3020. <https://doi.org/10.4236/tel.2019.98185>
- Lee, U., Kang, N., & Lee, I. (2020). Choice data generation using usage scenarios and discounted cash flow analysis. *Journal of Choice Modelling*, 37(September), 100250. <https://doi.org/10.1016/j.jocm.2020.100250>
- Lilford, E., Maybee, B., & Packey, D. (2018). Cost of capital and discount rates in cash flow valuations for resources projects. *Resources Policy*, 59(July), 525–531. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2018.09.008>
- Lopez, J., & Vega, A. (2014). *Valoración a Banco Bogotá, BBVA, Occidente, y Popular para determinar si el valor generado por la fusión con las compañías de leasing fue superior al valor cuando eran entidades independientes*. 1–55.
- Martin, J., & Wallace, J. (2013). Value based management with corporate social responsibility. *Etica e Política*, 15(1), 583–605. <https://doi.org/10.1093/acprof>
- Ni, Y., Huang, P., Chiang, P., & Liao, Y. (2019). Cash flow statements and firm value: Evidence from Taiwan. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 280–290. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.004>
- Ottosson, E., & Weissenrieder, F. (2005). Cash Value Added - A New Method For Measuring Financial Performance. *SSRN Electronic Journal*, August. <https://doi.org/10.2139/ssrn.58436>
- Parra, A. (2013). Valoración de empresas: métodos de valoración. *Contexto*, 2, 87–100. <chrome-extension://dagcmkpagjlhakfdhnbomgmjdpkdklff/enhanced-reader.html?openApp&pdf=https%3A%2F%2Fdialnet.unirioja.es%2Fdescarga%2Farticulo%2F5210317.pdf>
- Perdomo, J., & Riaño, L. (2019). *Valoración J.D S.A.S. por flujos de caja descontados*. 45(45), 95–98.
- Perni, Á., Barreiro-Hurlé, J., & Martínez-Paz, J. M. (2021). Contingent valuation estimates for environmental goods: Validity and reliability. *Ecological Economics*, 189(March). <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.107144>
- Rivera, C., & Díaz, G. (2018). *Descentralización y capacidades subnacionales: el caso de cuatro regiones de Chile*. 163–192.
- Salazar, A., Morales, J., & Valencia, J. (2012). Valoración de empresas por el método de flujo de caja libre aplicado a Netbeam S.a. *Universidad de Medellín, Kolisch 1996*, 1–81.
- Sarmiento, J. (2013). *Valoración de empresas. Métodos contables de valoración*. 1–102.
- Schwab, K. (2016). *La cuarta revolución industrial*. Penguin Random House.
- Serrano, J., Espinosa, A., & Acosta, F. (1986). *1-Valorización-de-empresas-marco-teórico.pdf* (p. 20).
- Weng, Q., & Söderbom, M. (2018). Is R&D cash flow sensitive? Evidence from Chinese industrial firms. *China Economic Review*, 47(January 2017), 77–95. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2017.12.008>
- Wu, M., Ohk, K., & Ko, K. (2021). Does cash-flow news play a better role than discount-rate news? Evidence from global regional stock markets. *Journal of International Money and Finance*, 110, 102267. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102267>