

# opción

Revista de Antropología, Ciencias de la Comunicación y de la Información, Filosofía,  
Lingüística y Semiótica, Problemas del Desarrollo, la Ciencia y la Tecnología

Año 34, 2018, Especial N°

# 18

Revista de Ciencias Humanas y Sociales

ISSN 1012-1537/ ISSNe: 2477-9385

Depósito Legal pp 198402ZU45



Universidad del Zulia  
Facultad Experimental de Ciencias  
Departamento de Ciencias Humanas  
Maracaibo - Venezuela

## **Elementos de la valoración financiera en pequeñas y medianas empresas colombianas<sup>1</sup>**

**Eduardo Salazar Araujo<sup>2</sup>**  
**Fernando Malagon, Meola<sup>3</sup>**  
**Juan Alfredo Lino<sup>4</sup>**

### **Resumen**

El presente Artículo, tuvo como objetivo determinar los elementos de valoración financiera en pequeñas y medianas empresas Colombianas. Se sustentó en Porter (1985), Porter, y Kramer (2011) y ACCID (2009), entre otros. La investigación es de tipo descriptiva, no experimental, de campo. Se aplicó una entrevista estructurada. Sus resultados fueron que la mayoría de empresas valoradas por cualquiera de los métodos arroja valores sorprendentes, las metodologías incorporan al procedimiento el potencial de la empresa generando utilidades en el futuro a través del flujo de caja a perpetuidad, como también el valor de mercado de sus activos.

**Palabras clave:** Empresas, Valoración. EVA.

## **Elements of financial valuation in small and medium Colombian companies**

### **Abstract**

The purpose of this article was to determine the elements of financial valuation in small and medium-sized Colombian companies. It was based on Porter (1985), Porter, y Kramer (2011) y ACCID (2009), among others. The research is descriptive, not experimental, field. A

---

<sup>1</sup>Este artículo es resultado del proyecto: “Valoración de Empresas por los métodos de flujo de caja libre descontado y el valor económico agregado (EVA) descontado.

<sup>2</sup>Universidad Simón Bolívar, Colombia. [esalazar4@unisimonbolivar.edu.co](mailto:esalazar4@unisimonbolivar.edu.co) .ORCID ID: 0000-0002-3330-9042.

<sup>3</sup>Universidad Simón Bolívar, Colombia. [fmalagon1@unisimonbolivar.edu.co](mailto:fmalagon1@unisimonbolivar.edu.co) . ORCID ID: 0000-0002-9611-922X

<sup>4</sup>Universidad de Colima, [Méxicojilino@ucol.mx](mailto:Méxicojilino@ucol.mx) ORCID ID: 0000-0002-0876-7850.

Recibido: 04-12--2017 •Aceptado: 10-03-2018

structured interview was applied. Its results were that most companies valued by any of the methods yields surprising values, methodologies incorporate the potential of the company in the future by generating future profits through cash flow in perpetuity, as well as the market value of its assets.

**Keywords:** Companies, Valuation. EVA.

## INTRODUCCIÓN

Los cambios y transformaciones constantes en la economía global, han generado una reorientación de los recursos disponibles en una economía, dado los niveles de productividad y competitividad en los mercados de bienes y servicios, de manera muy particular en aquellas que tienen por finalidad la prestación de servicios, Prieto y Chirinos (2013), Urdaneta y Prieto (2014), Prieto, Emonet, García y González (2015) y Urdaneta, Prieto y Hernández (2017). En este sentido, el entorno económico mundial se encuentra caracterizado por una serie de cambios y transformaciones, que empujan a las empresas a generar innovaciones en sus estructuras de capital para poder mantenerse competitivos, en un mundo cada día más complejo.

Este escenario permite conceptualizar la empresa, como un sistema social complejo, en el cual no es posible realizar predicciones con certeza sobre los eventos futuros, cada decisión organizacional parte de un estado inicial conocido, pero como producto del comportamiento aleatorio del medio, es imposible conocer con exactitud cuál será el resultado final de su implementación. En este

orden de ideas Palacios, Ruz, Villa y Salazar (2016), expresan que actualmente, se consideran vanguardistas aquellas empresas que evalúan y aplican procesos gerenciales fundamentados en sistemas de información, permitiendo medir el rendimiento de las actividades organizacionales. Esta afirmación se sustenta en el hecho de que el ser humano es el elemento que promueve cualquier crecimiento en la excelencia, productividad y calidad de servicio en las instituciones.

Bajo este contexto, el objetivo principal de todo gerente es procurar el maximizar el rendimiento de la organización minimizando el esfuerzo, para ello, el directivo ha de saber entender el conjunto de argumentos racionales que guían su proceso de toma de decisiones, lo cual en opinión de Duran, Crissien, García y Virviesca (2017) debe ser una perspectiva compartida por los miembros de una organización, así como entre ellos a través de sus intenciones y acciones, en pro de individuos unidos por afinidades de pensamiento o de comportamiento o ambos ese conjunto de argumentos se denomina valoración. Por su parte, Paz, Harris y García (2015) la toma de decisiones es el núcleo de la planeación, concibiéndose como la selección de un curso de acción entre varias alternativas.

Una de las mayores dificultades que se concibe en una empresa es poder establecer un concepto de valor, debido la subjetividad que encierra esta palabra, pues el valor lo determina por el individuo que realiza el proceso de valoración, “el valorador” quien basa su juicio en la percepción que tiene de la realidad, según Mises (1980) “el hombre, cuando actúa, se representa mentalmente una escala de necesidades o

valoraciones, con arreglo a la cual ordena su proceder” estas valoraciones permiten al individuo decidir entre múltiples alternativas la que se adapta mejor a sus fines.

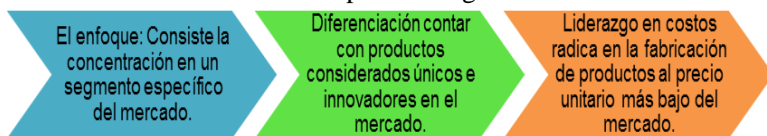
Por ello es necesario considerar este concepto desde 3 diferentes dimensiones que permitan establecer criterios objetivos para una correcta valoración, entre ellas está la dimensión económica del valor, la cual implica valorar económicamente una empresa proyectando los flujos de caja futuros para determinar la generación de efectivo, permitiendo al inversionista conocer las posibilidades de recuperación del capital.

Desde la perspectiva de la economía clásica el valor puede definirse como la cantidad de un bien requerida para intercambiarse por otro (valor de cambio), uno de los primeros economistas en formular una teoría del valor fue el Inglés David Ricardo, quien en su libro “Los Principios de Economía Política y Tributación” publicada en 1817, para el autor citado la utilidad (valor de uso) no es necesariamente una medida de valor aunque requisito absolutamente esencial, según el teórico “la única circunstancia que puede servir de norma para el cambio recíproco de diferentes objetos parece ser la proporción de las distintas clase de trabajo que se necesitan para adquirirlas, la economía clásica argumentó que el valor estaba en función del trabajo”.

Por otra parte, la generación de valor en la organización en la empresa está relacionada con la implementación de estrategias

efectivas para posicionarse adecuadamente en el mercado, Hamel, (1995) “la búsqueda de oportunidades a partir de lo que la empresa sabe, puede y quiere hacer” este puede considerarse un principio estratégico de valor, por otra parte Porter, (1985) plantea tres estrategias genéricas de valor para las organizaciones:

**Grafico 1.** Principio estratégico del valor.



**Fuente:** Elaboración Propia (2017) Sustentado en Porter (1985)

En este sentido, el termino valor en el mundo organizacional puede ser interpretado de muchas maneras, dependiendo del contexto en el cual es empleado, por ejemplo en el caso colombiano, la gestión social ha presentado adherencia a principios globales orientados a afrontar impactos sociales y ambientales desde la gestión de las organizaciones (Melamed, Blanco y Rodríguez, 2017) generando valor agregado. Considerando la diversidad de enfoques se resaltan a continuación algunos de los conceptos más empleados de valor. Tal y como lo expresan García, Duran, Parra y Márceles (2017) un valor es una guía determinante de actitudes sociales e ideologías relacionado con las actitudes, que generan tendencias a comportarse de una forma consistente y persistente delante de una determinada situación, objeto, hecho o persona.

Asimismo, para la investigación se genera la concepción de valor desde otros aspectos, tales como el Valor Financiero, el cual procede de las expectativas de generación futura de recursos, en otras palabras una empresa crea valor para los accionistas cuando su rentabilidad supera el costo de las inversiones (la rentabilidad exigida a las mismas). En este sentido, lo que determina el valor de una empresa son las expectativas de rendimiento sus activos actuales, así como el de las nuevas inversiones, desde el momento actual y de manera sostenida en el tiempo.

De acuerdo a lo planteado, se ha verificado que durante los últimos años han surgido diferentes metodologías para valorar las empresas las cuales dependen del estado financiero que utilicen, destacando que unas metodologías pueden ser más sofisticadas que otras. De esta variedad se acentúan dos de los métodos más utilizados en el proceso de valoración de empresas, tales como; el flujo de caja libre y EVA, cada una descontados con el objetivo de demostrar que utilizando cualquiera de los dos se debe obtener el mismo valor a negociar.

En este sentido, los métodos que utilizan el Balance general concebido como son el Valor contable, el valor contable ajustado y el valor de liquidación; los que utilizan el Estado de Resultados como múltiplos Ebitda o la relación PER (Precio-Ganancias) y los que utilizan el descuento de los flujos como el Flujo de caja Libre Descontado y el Valor Económico Agregado EVA descontado. Es importante preguntarse si por cualquier método el resultado es el

mismo, para responder este interrogante se han seleccionado, los dos métodos más utilizados como son el Flujo de Caja Libre descontado y el EVA descontado.

Dentro de este marco, el acto de valorar requiere establecer parámetros de comparación, teniendo en cuenta diversos elementos de juicio que permitan establecer la valía de un individuo, organización u objeto, en medio de la complejidad organizacional los directivos suelen realizar representaciones de la realidad de su empresa, esto con el ánimo de establecer parámetros de orden, que le permitan entender la complejidad del entorno. De acuerdo a lo expresado, el estudio se orientó a determinar los Elementos de la valoración financiera en pequeñas y medianas empresas Colombianas.

### **1.1. Aspectos teóricos e Importancia de la valoración de empresas.**

La evaluación de la empresa es la expresión, en una unidad de medida, homogénea, de los elementos que constituyen el patrimonio de la empresa, de su actividad, de su potencialidad o de otra cualquier característica destacable. En este orden de ideas, para Vaquero y Herrero (1996) y Montero (2011) valorar una empresa, como organismo vivo, supone tomar en consideración toda la serie de vertientes multidimensionales que se dan en ella: aspectos técnicos, comerciales, humanos, jurídicos, políticos, financieros, entre otros. La



evaluación de la empresa es la expresión, en una unidad de medida, homogénea, de los elementos que constituyen el patrimonio de la empresa, de su actividad, de su potencialidad o de otra cualquier característica destacable.

El resultado de esta evaluación será una estimación del valor de la empresa.

Por su parte, para Pereyra (2008) la valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere de pocos conocimientos técnicos y puede concebir como la expresión en unidades monetarias de los elementos que conforman la organización, así como su capacidad para satisfacer las necesidades de los diferentes grupos de interés. El proceso de valoración permite a los directivos reducir la incertidumbre, estableciendo un modelo de representación de la realidad, que simplifica el proceso de toma de decisiones en ambientes complejos, ante la necesidad evidente de hacer frente a cambios turbulentos.

Permite a inversionistas y accionistas conocer con exactitud cuál ha sido la rentabilidad sobre la inversión de cada negocio y tomar decisiones que permitan mejorar la rentabilidad, aumentar el valor generar riqueza. Es necesario conocer la valoración organizacional tal y como lo expresan Duran, Fuenmayor, Cárdenas y Hernández (2016) en momentos en que la empresa afronta situaciones como procesos de adquisición, fusión o venta, esto permite llegar a acuerdos justos y racionales durante el proceso de negociación.

La valoración permite determinar la necesidad de inyectar recursos financieros, en caso de que la organización o sus proyectos de inversión requieran capitalizar la empresa, a su vez el proceso de valoración facilita la obtención de líneas de financiación. También es de mucha utilidad conocer la valoración de una organización en el los momentos en los que la corporación enfrenta procesos de liquidación o sucesión patrimonial.

En términos generales la valoración de empresas minimiza la complejidad y permite cuantificar la riqueza de la organización, contemplando aquellos elementos objetivos (tangibles) como aquellos subjetivos (Intangibles).

## **1.2. Factores externos que distorsionan la valoración de empresas**

Durante el proceso de valoración, Porter, y Kramer (2011) consideran que el experto encargado debe considerar una serie de factores externos que condicionarán el resultado, este conjunto de factores enmarca a la organización en un entorno concreto que comprende un momento espacio temporal dentro de un contexto social, económico, cultural, legal y económico pre-establecido e independiente, es preciso resaltar que la valoración sucede en un momento histórico, por lo cual la aleatoriedad, volatilidad y

ambigüedad del entorno limitarán la validez de la valoración con el tiempo,.

Es necesario considerar que existe una relación directa entre los indicadores de actividad y los indicadores de resultados, considerando que el primero es insumo del segundo, (Blanco, Rodríguez, Torres , Monsalve y Salazar, 2017) por lo tanto, estos factores externos que condicionan los resultados organizacionales deben ser considerados dentro la valoración, tomando en cuenta aspectos como los siguientes:

✓ **Valoración de Contexto Industrial:** Evaluación de la estructura competitiva industrial, que incluye la posición competitiva de la organización central y sus mayores rivales. Una de las formas de evaluar el contexto industrial es a través del modelo de las cinco fuerzas del mercado, Porter (1979), esta herramienta considera estas fuerzas que son la rivalidad entre competidores, La amenaza de entrada de nuevos competidores, el ingreso de productos sustitutos, el poder de negociación de los proveedores y el poder de negociación de los consumidores, determinan el atractivo de la industria, y por lo tanto una apreciación más acertada de su valor.

Además, el manejo de la Cadena de Suministros, sumando a las características particulares del mercado en el cual aprovisiona la organización, (Porter y Kramer, 2011). La cual se puede ver afectada por la volatilidad del precio de compra, situaciones de

monopolio o dificultad escases de meterías primas, entre otras, serán aspectos a considerar en el proceso de valoración.

✓ **Valoración del Contexto Legal:** asimismo la normativa legal existente, la percepción de justicia y transparencia, así como la estabilidad y aplicabilidad de las normas vigentes tienen un gran impacto en el valor de las empresas en el mercado.

Se vincula también, el cumplimiento histórico de las formalidades y obligaciones en materia legal de la empresa para analizar los posibles riesgos, las normas laborales vigentes, las convenciones colectivas, los modelos de contratación de personal, la duplicidad de cargos y funciones, el nivel bienestar y seguridad industrial de los trabajadores, pueden determinar situaciones laborales favorables o desfavorables para la organización.

Las normas legales ambientales relativas a tratamiento de desechos, impacto ambiental y demás efectos que pueda tener la actividad empresarial deben ser consideradas al momento de establecer el valor final, teniendo en cuenta que las actividades económicas de mayor impacto representan mayor nivel de riesgo. La política fiscal y las normas tributarias tienen un impacto directo en la utilidad neta de las organizaciones, por lo cual impactan directamente en el valor de la empresa.

✓ **Valoración de Contexto Financiero:** Entre los eventos que afectan a las empresas, se encuentran la variación de los tipos de cambio, así como en las tasas de interés y en los valores de los activos. En un entorno financiero estable suelen darse algunas condiciones como tasas de interés relativamente bajas, incremento de los intercambios, escasa regulación financiera y numerosos programas de capitalización emprendidos por la iniciativa privada.

✓ **Valoración de Contexto Económico:** Para valorar una empresa según Accid (2009): es necesario conocer la forma como se organiza la producción y consumo, las reglas de juego de mercado determinan en gran medida el valor de las organizaciones, por ejemplo la existencia de oligopolios supone mayor riesgo para empresas entrantes, pero un menor riesgo para las empresas previamente establecidas.

Las principales variables macroeconómicas, tales como tasa de empleo, producto interno bruto, nivel de ingreso e inflación entre otros, evidencian la estabilidad del entorno económico de una organización. (Cazallo, Medina y Meñaca, 2017) De igual manera, el ciclo de vida del producto, pues la valoración debe contemplar la etapa en la cual se encuentran las ventas de la organización durante el tiempo que ha permanecido en el mercado, siendo las etapas de mayor valoración las fases de crecimiento y madurez del producto.

✓ **Valoración de Contexto Político:** El contexto nacional Accid (2009): donde opera la organización tienen un efecto profundo en los beneficios, costos y riesgos de comerciar, un entorno político estable minimiza el riesgo y disminuye la incertidumbre, lo cual es atractivo para el inversionista, generando mayor valor para la organización. Dentro de este marco, el entorno político considera la estabilidad nacional, el clima político y la política externa, una nación se considera estable si hay una buena percepción de seguridad y gobernabilidad, de igual manera la transparencia de las instituciones del estado, el equilibrio de poderes y la cantidad de partidos políticos.

✓ **Valoración de Contexto Socio-Cultural:** La cultura comprende todo lo que un grupo piensa, dice y hace, sus costumbres, lenguajes, herramientas materiales y sistemas compartidos de actitudes y sentimientos, es determinante de los sistemas políticos y económicos bajo los cuales se organiza una sociedad, Robbins Judge (2013), Proporciona un sentido acerca de la posición que debe ocupar la organización en el futuro, de manera que las acciones que emprenda sean coherentes y compatibles con la filosofía de la misma, Villasmil, Prieto, Zabaleta y Salazar, (2017). La cultura constituye un elemento fundamental para toma de decisiones empresariales ante las exigencias de las nuevas realidades y escenarios que deben enfrentar, por ende existe una influencia mutua entre los valores sociales y los valores empresariales.

En este sentido, buena parte del éxito económico de una organización para demostrar su valía depende de las personas que la conforman. Los resultados de la empresa están fundamentados sus sistemas de valores organizacionales, la honestidad, la actitud deservicio al cliente, la confiabilidad son elementos generadores de valor de una manera exponencial.

## **METODOLOGÍA**

La investigación se califica de tipo descriptiva, porque pretendió determinar los elementos de la valoración financiera en pequeñas y medianas empresas Colombianas, asimismo es una investigación de campo, con un diseño no experimental, transversal, la recolección de datos se realizó en un único momento, obteniendo de esta forma una sola medición.

En cuanto a la población, se consideraron 55 pequeñas y medianas empresas del departamento del atlántico a tales efectos, considerando el tiempo para la investigación, la dispersión geográfica, y la intención de participar en el estudio, se utilizó un muestreo no probabilístico de conveniencia con 15 empresas ubicadas en el área metropolitana de Barranquilla, Puerto Colombia, Soledad y Sabana Larga. Siendo las unidades informantes, los gerentes, propietarios, administradores o los encargados las empresas.

En cuanto a la recolección de datos, se utilizó una entrevista que permitiera corroborar los elementos de valoración financiera

utilizadas en las empresas en un periodo determinado. Los datos se presentaron bajo estadísticas descriptivas, representados en tablas.

## RESULTADOS

1.3. El proceso de valoración corporativa. La valoración debe llevarla a cabo, necesariamente, un consultor externo con conocimientos certificados, puesto que de otra forma, se corre el riesgo de caer en subjetividades (trampas de decisión) que distorsionan del valor de la empresa. Con los datos que a continuación se presentan en las tablas 1 y 2, se procederá a calcular el valor a negociar de una compañía en el año 2016, la cual nos suministra la siguiente información financiera:

Tabla 1. Estado de Resultados histórico

ESTADO DE RESULTADOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	3.525	3.758	5.243	5.835	8.918	10.845	11.148	12.900	13.245
Costo de ventas	2.333	2.513	3.563	4.125	5.640	6.195	6.819	8.288	8.670
UTILIDAD BRUTA	1.193	1.245	1.680	1.710	3.278	4.650	4.329	4.613	4.575
Gastos de Operación	960	1.065	1.050	1.365	1.748	2.498	2.793	2.835	3.180
UTILIDAD OPERATIVA	233	180	630	345	1.530	2.153	1.536	1.778	1.395
Gastos Financieros	375	330	975	1.020	1.605	825	669	428	405
Utilidad en Venta de Activos	60	68	113	353	345	23	0	0	0
Dividendos	45	53	240	75	38	0	1	0	0
Diferencia en cambio	218	180	218	390	150	-68	-320	-338	-383
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	180	150	225	143	458	1.283	548	1.013	608
Provisión Impuestos	8	23	23	23	38	45	68	308	135
UTILIDAD NETA	173	128	203	120	420	1.238	481	705	473

Fuente: Elaboración Propia (2017)



En la tabla 1 se muestran las cifras históricas del Estado de resultados desde el año 2.008 hasta el 2.016, las cuales sirven de base para realizar las proyecciones de los años 2.017 al 2.023.

**Tabla 2.** Balance General histórico

<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Caja y Bancos	60	45	113	180	248	338	840	518	60
Cuentas por Cobrar	1.110	1.583	2.183	2.280	2.985	2.783	2.543	3.563	4.688
Inventarios	1.463	1.598	2.100	1.890	1.560	1.725	2.115	2.745	3.053
Otras Cuentas por Cobrar	0	8	0	0	0	53	150	0	0
Gastos Pagados por Anticipado	53	30	15	23	15	30	15	8	0
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>2.685</b>	<b>3.263</b>	<b>4.410</b>	<b>4.373</b>	<b>4.808</b>	<b>4.928</b>	<b>5.663</b>	<b>6.833</b>	<b>7.800</b>
Inversiones Permanentes	270	345	563	593	75	98	110	90	53
Deudores Largo Plazo	195	120	248	555	533	630	713	885	960
Activos Fijos Netos	840	938	1.253	1.590	1.883	2.108	2.190	2.265	2.370
Intangibles	0	0	68	323	450	323	246	8	45
Diferidos	0	8	53	128	105	105	4	15	113
Valoraciones	1.230	1.568	938	465	458	563	512	450	713
Total Activo No Corriente	2.535	2.978	3.120	3.653	3.503	3.825	3.775	3.713	4.253
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>5.220</b>	<b>6.240</b>	<b>7.530</b>	<b>8.025</b>	<b>8.310</b>	<b>8.753</b>	<b>9.437</b>	<b>10.545</b>	<b>12.053</b>
Proveedores	75	75	120	233	315	345	602	855	735
Cuentas por Pagar	105	143	188	195	600	330	440	555	803
Obligaciones Laborales	30	68	83	83	90	90	143	173	195
Impuestos por Pagar	-38	-8	-53	8	38	15	8	173	203
Obligaciones Financieras corto plazo	1.373	1.283	2.468	2.183	1.035	975	519	420	593
Total Pasivo Corriente	1.545	1.560	2.805	2.700	2.078	1.755	1.712	2.175	2.528
Obligaciones Financieras largo plazo	810	1.035	1.110	1.163	1.538	383	352	255	585
Cuentas por Pagar largo plazo	30	75	128	60	83	248	401	473	248
Obligaciones Laborales	8	8	8	23	23	53	27	30	30
Impuestos Diferidos	23	30	15	15	15	0	0	0	0
Total Pasivo a Largo Plazo	870	1.148	1.260	1.260	1.658	683	779	758	863
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>2.415</b>	<b>2.708</b>	<b>4.065</b>	<b>3.960</b>	<b>3.735</b>	<b>2.438</b>	<b>2.491</b>	<b>2.933</b>	<b>3.390</b>
Capital Social	38	38	38	45	45	45	44	45	90
Prima en Colocación de Acciones	540	540	540	930	930	930	933	908	900
Revalorización Patrimonio	375	705	1.095	1.650	2.265	2.903	3.451	4.065	4.763
Reservas	443	548	638	840	458	653	1.526	1.463	1.785
Superávit por Valorización	1.238	1.575	953	480	458	548	513	428	653
Resultados del Ejercicio	173	128	203	120	420	1.238	480	705	473
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2.805</b>	<b>3.533</b>	<b>3.465</b>	<b>4.065</b>	<b>4.575</b>	<b>6.315</b>	<b>6.947</b>	<b>7.613</b>	<b>8.663</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>5.220</b>	<b>6.240</b>	<b>7.530</b>	<b>8.025</b>	<b>8.310</b>	<b>8.753</b>	<b>9.437</b>	<b>10.545</b>	<b>12.053</b>

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

En la tabla 2 se muestran las cifras históricas del Balance General desde el año 2.008 hasta el 2.016, las cuales sirven de base para realizar las proyecciones de los años 2.017 al 2.023.

**Los supuestos para la valoración son los siguientes:**

Periodo relevante o Explicito: cinco años (2.017 – 2.021).El año 2.022 se considera el primero de la perpetuidad y será creciente a la tasa de inflación esperada en el 2.022.

El crecimiento de las ventas y los costos y gastos desembolsables se calculan combinando el PIB y la inflación. El flujo de caja libre crecerá indefinidamente a la tasa combinada PIB- Inflación del 2.022.La inversión en Capital Neto de Trabajo Operativo (KNWO) se estima en un 37% de las ventas.

**Tabla 3.** Escenario Macroeconómico

ESCENARIO MACROECONOMICO	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inflación Esperada	6,4%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	6,0%
Inflación Promedio de Largo Plazo	5,97%					
Crecimiento del PIB	2,1%	3,1%	3,4%	3,8%	3,8%	4,0%
Crecimiento Esperado Ventas	8,6%	9,1%	9,4%	9,7%	9,7%	10,2%
Crecimiento Esperado de Costos y Gastos	8.6%	9,1%	9,4%	9,7%	9,7%	10,2%

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

La tabla 3 muestra la inflación esperada en Colombia para los próximos 6 años, seguidamente el promedio aritmético de la inflación

durante los mismos 6 años es decir  $(6.4\%+5.8\%+5.8\%+5.7\%+5.7\%+6\%) / 6 = 5.97\%$ .

Por su parte la misma tabla presenta el crecimiento del PIB para el mismo horizonte de tiempo, como también el crecimiento esperado de las ventas y el crecimiento esperado de los costos y gastos, que resultande combinar la inflación esperada con el crecimiento del PIB es decir  $(6.4\% \times 2.1\%) = 8.63\%$  para el año 2.017. El procedimiento es similar para los años siguientes.

**Tabla 4.** Ventas 2016

<b>Ventas 2016</b>	<b>13.245,0</b>
Tasa de Impuestos	25,0%

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

El costo de las obligaciones financieras y los recursos propios se presentan en la siguiente tabla:

**Tabla 5.** Costo de las obligaciones financieras y los recursos propios

<b>COSTO DE OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>	
Obligaciones Financieras CP	15,75%
Obligaciones Financieras LP	23,54%
Capital Social	45,23%

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

En la tabla 5 se detalla el costo individual de las fuentes de financiación que utiliza la compañía para financiar su operación, es decir los créditos de corto plazo en promedio a través del sistema

financiero en Colombia al momento de escribir este artículo tienen un costo financiero del 15.75%, mientras que los de largo plazo el 23.75%, por su parte el costo del capital social o aportes de los accionistas está representado por la Tasa de Interés de Oportunidad – T.I.O. del 45.23%.

#### **1.4. Valoración de empresas por el método del flujo de caja libre descontado**

El flujo de caja libre se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda (capital más intereses) de la empresa, después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF). El proceso de valoración de Empresas a través del Flujo de caja Libre implica una serie de operaciones y cálculos aritméticos que involucra varios elementos: El Costo promedio Ponderado de Capital, la Proyección de Flujo de caja Libre y el Valor a Perpetuidad.

El primer elemento se refiere a la tasa utilizada para descontar tanto los flujos de caja libre como el valor de continuidad, es la variable que el evaluador define con mucho cuidado, ya que de ella depende el valor de la compañía, el segundo elemento se refiere a la construcción del flujo de caja libre, el cual refleja el plan de desarrollo de la compañía los próximos cinco o diez años (en nuestro caso 5 años). Y el tercer elemento es el valor que adquiere la compañía como resultado de que las proyecciones se cumplan y se reflejen con un crecimiento constante a perpetuidad con su respectiva explicación.

### 1.5. Cálculo del costo de capital (WACC)

El primer paso es determinar el WACC (Weighted Average Cost of Capital), costo promedio ponderado de capital, con el cual se descontará el flujo de caja proyectado. Tomando del balance general el valor de las obligaciones financieras de corto plazo, de largo plazo y el aporte del patrimonio, recursos con costo fácilmente identificable, se calcula la participación porcentual de cada una de ellas con respecto al total y luego, el costo individual de cada fuente lo multiplicamos por la participación para luego sumar la columna del total y llegar al WACC.

**Tabla 6.** Cálculo del costo de capital

FUENTE	VALOR	PARTICIPACION %	COSTO	TOTAL
Obligaciones Financieras cp	592,50	46.75%	15,75%	7,36%
Obligaciones Financieras lp	585,00	46.15%	23,54%	10,86%
Capital Social	90,00	7.10%	45,23%	3,21%
TOTAL	1.267,50	100%		21,44%

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

En la tabla 6, se calcula el Costo de Capital – WACC la cual muestra un resultado de 21.44%. Para alcanzar esta cifra es necesario calcular la participación porcentual de cada fuente de financiación con respecto al total, dividiendo el valor de la fuente individual entre el total de las fuentes ( $592.50 / 1.267.50 = 46.75\%$ ) y así con las demás.

El total, es el resultado de multiplicar la participación porcentual de cada fuente de financiación por el costo de la fuente ( $46.75\% \times 15.75\% / 100 = 7.36\%$ ), el procedimiento es igual con las demás

fuentes de financiación. Finalmente, sumamos los resultados de la columna del total y de esa manera llegamos al WACC por 21.44%.

### 1.6. Construcción del flujo de caja libre (FLC)

Con las siguientes proyecciones construimos FCL proyectado para el periodo relevante y el primero de la perpetuidad.

**Tabla 7.** Proyecciones

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inver. en AF/Ventas	2,7%						
Costo de Capital	21,44%						
Ventas	14.388,6	15.695,1	17.170,0	18.831,2	20.653,1	22.768,0	24.134,1
Inversión en KTNO	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
KTNO	5.323,8	5.807,2	6.352,9	6.967,5	7.641,7	8.424,2	.929,6
Variación		483,4	545,7	614,6	674,1	782,5	505,4

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

En la tabla 7 tenemos que la inversión en activos fijos con respecto a las ventas se calcula en 2.7% y que el costo de capital es el 21.44%.

Las ventas proyectadas para el año 2.017 resultan de aumentar las ventas del 2.016 en el porcentaje de crecimiento esperado  $((13.245 * (1 + 8.63\%)) = 14.389$ , el porcentaje de crecimiento esperado es la combinación del PIB y la Inflación  $(1 + 2.1\%) * (1 + 6.4\%) - 1 = 8.63\%$ , el procedimiento es similar en los años siguientes.

La inversión en capital neto de trabajo operativo (KTNO) se estima que sea del 37% de las ventas. El capital de trabajo neto operativo (KTNO) se calcula multiplicando las ventas por la inversión en capital de trabajo neto operativo ( $14.388.6 * 37\% = 5323.8$ ) y la variación corresponde a la diferencia entre el año 2.018 y el 2.017.

**Tabla 8.** Flujo de caja libre

FLUJO DE CAJA LIBRE	PERIODO RELEVANTE					PERPET.
	2017	2018	2019	2020	2021	
Ventas	14.389	15.695	17.170	18.831	20.653	22.768
(-) Costos y Gastos desembolsables	(11.684)	(12.744)	(13.942)	(15.291)	(16.770)	(18.488)
EBITDA	2.705	2.951	3.228	3.540	3.883	4.280
(-) Depreciaciones	383	421	464	510	561	617
UTILIDAD OPERATIVA	2.323	2.529	2.764	3.030	3.322	3.664
(-) Impuestos (25%)	(581)	(632)	(691)	(758)	(830)	(916)
Utilidad Oper. Después de Imp.	1.742	1.897	2.073	2.273	2.491	2.748
(+) Depreciaciones	383	421	464	510	561	617
FLUJO DE CAJA BRUTO	2.124	2.318	2.537	2.783	3.052	3.364
(-) Inversión en Capital de Trabajo	(483)	(546)	(615)	(674)	(783)	(505)
(-) Inversión en Activos Fijos	(388)	(424)	(464)	(508)	(558)	(615)
FLUJO DE CAJA LIBRE	1.253	1.349	1.459	1.600	1.712	2.244
Valor de perpetuidad.					14.537	

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

En la tabla 8, las ventas del 2.017 se toman del cálculo realizado en la tabla 7, los costos y gastos desembolsables se calculan teniendo en cuenta el margen ebitda, es decir las ventas del periodo por la diferencia entre el 100% y el margen ebitda ( $14.389 * (100\% - 18.8\%)$ ) y así mismo para los siguientes años.

El Ebitda es la diferencia entre las ventas y los costos y gastos desembolsables, mientras que la depreciación del año 2.017 es la misma del 2.016, para el 2.018 se calcula tomando el valor de la depreciación del año

2.017 más la depreciación de los activos fijos adquiridos en el año 2.017 es decir  $(383 + (388/10)) = 421$ , el procedimiento es igual para los años siguientes.

La utilidad operativa es la resta del Ebitda y la depreciación, mientras que los impuestos son el resultado de multiplicar la utilidad operacional por la tasa de impuestos vigente en Colombia ( $2.323 * 25\%$ ). Por su parte, el flujo de caja bruto, es la suma de la utilidad operacional después de impuestos y la depreciación.

La inversión en capital de trabajo es la resta del capital de trabajo neto operativo del año 2.018 y el año 2.017 ( $5.807 - 5.324$ ), de igual manera se calcula para los siguientes años. La inversión en activos fijos corresponde al 2.7% de la ventas del periodo ( $14.389 * 2.7\%$ ). El flujo de caja libre resulta de restarle al flujo de caja bruto las inversiones en capital de trabajo y en activos fijos que para el 2.017 es  $(2.124 - 483 - 388) = 1.254$ .

### 1.7. Valoración

**Tabla 9.** Método flujo de caja libre

	<b>METODO FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>VALORACION 2016</b>
1.	Valor presente del Flujo de Caja Libre	4.144,6
2.	(+) Valor Presente de la perpetuidad	5.504,1
3.	<b>VALOR DE LAS OPERACIONES</b>	9.648,7
4.	(+) Inversiones Permanentes	52,5
5.	(+) Deudores de Largo Plazo	960,0
6.	(-) Pasivos Financieros	(1.177,5)
7.	(-) Cuentas por Pagar Largo Plazo	(247,5)
8.	(-) Obligaciones Laborales Largo Plazo	(30,0)
9.	<b>VALOR DEL PATRIMONIO</b>	9.206,2

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)



**Explicación de los cálculos**

1. Corresponde al valor presente en el año 2.016 del FCL descontado al costo de capital.
2. Corresponde al valor presente en el año 2.016 de la perpetuidad (14.537) descontado al costo de capital.
3. Corresponde a la suma del valor presente del flujo de caja libre y el valor presente de la perpetuidad en el año 2.016.
4. Corresponde a las inversiones permanentes del Balance General en el 2.016.
5. Corresponde al saldo de los deudores de largo plazo del balance general en el 2.016.
6. Corresponde a la sumatoria de las obligaciones financieras de corto plazo y largo plazo a diciembre de 2.016.
7. Corresponde al saldo de las cuentas por pagar de largo plazo del balance general en el 2.016.
8. Corresponde al saldo de las obligaciones laborales de largo plazo del balance general en el 2.016.
9. Corresponde a la suma del valor de las operaciones, más las inversiones permanentes, más los deudores de largo plazo, menos los

pasivos financieros, menos las cuentas por pagar de largo plazo, menos las obligaciones laborales de largo plazo.

### **1.8. Valoración de empresas por el método del EVA descontado**

El Valor Económico Agregado EVA, es también llamado E.P. (Economic Profit) o utilidad económica, se define como el disponible después de cubrir los costos y gastos y se satisface la rentabilidad mínima exigida por la empresa. Su principal innovación es que incorpora el costo de capital y su principal objetivo es inducir a la gerencia a actuar como accionista de la compañía. Es una herramienta que permite conocer si una empresa crea o destruye valor a sus propietarios.

El proceso de valoración de Empresas a través del Valor Económico Agregado EVA, al igual que por el método del Flujo de caja Libre descontado implica una serie de operaciones y cálculos aritméticos que involucra varios elementos: El Costo promedio Ponderado de Capital, la Inversión neta en capital neto de trabajo operativo, en activos fijos y la proyección del EVA, entre otros.

El primer elemento se refiere a la tasa utilizada para descontar tanto los flujos de caja libre como el valor de continuidad, es la variable que el evaluador define con mucho cuidado, ya que de ella depende el valor de la compañía, el segundo elemento se refiere a la inversión neta, es decir, la sumatoria de la inversión el capital neto de trabajo operativo y la inversión

en activos fijos. Y el tercer elemento es el cálculo del EVA, indicador que mide la generación o destrucción de valor para una compañía.

### 1.9. Cálculo del costo de capital (WACC)

El primer paso es determinar el WACC (Weighted Average Cost of Capital), costo promedio ponderado de capital, con el cual se descontarán los EVA futuros de la compañía. Tomando del balance general el valor de las obligaciones financieras de corto plazo, de largo plazo y el aporte del patrimonio, calculamos la participación porcentual de cada una de ellas con respecto al total y luego, el costo individual de cada fuente lo multiplicamos por la participación para luego sumar la columna del total y llegar al WACC.

**Tabla 10.** Cálculo del costo de capital (WACC)

	VALOR	PARTICIPACION	COSTO	TOTAL
Obligaciones Financieras CP	592,50	46,75%	15,75%	7,36%
Obligaciones Financieras LP	585,00	46,15%	23,54%	10,86%
Capital Social	90,00	7,10%	45,23%	3,21%
TOTAL	1.267,50	100,00%		21,44%

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

En la tabla 10, se calcula el Costo de Capital – WACC la cual muestra un resultado de 21.44%. Para alcanzar esta cifra es necesario calcular la participación porcentual de cada fuente de financiación con respecto al total, dividiendo el valor de la fuente individual entre el total de las fuentes ( $592.50 / 1.267.50 = 46.75\%$ ) y así con las demás.

El total, es el resultado de multiplicar la participación porcentual de cada fuente de financiación por el costo de la fuente ( $46.75\% \times 15.75\%$ ) /  $100 = 7.36\%$ , el procedimiento es igual con las demás fuentes de financiación. Finalmente, sumamos los resultados de la columna del total y de esa manera llegamos al WACC por  $21.44\%$ .

### **Calculo de la inversión neta (sumatoria de la inversión el capital neto de trabajo operativo e inversión en activos fijos)**

A través de este método, es necesario calcular la inversión neta, es decir la suma de las inversiones realizadas en capital neto de trabajo (Cuentas por cobrar, Inventarios y cuentas por pagar o proveedores) y las inversiones en activos fijos, con el fin de calcular los Activos Netos de operación final partiendo de los activos netos de operación iniciales, tal como se presenta en la siguiente tabla.

**Tabla 11.** Calculo de la inversión neta

	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Activos Netos de Operación Iniciales	7.005	7.494	8.043	8.657	9.329	10.109
(+) Incremento del KTNO	483	546	615	674	783	505
(+) Incremento Activos Fijos	388	424	464	508	558	615
Inversión Bruta	872	969	1.078	1.183	1.340	1.120
(-) Depreciación	-383	-421	-464	-510	-561	-617
Inversión Neta	489	548	615	672	779	503
Activos Netos de Operación Finales	7.494	8.043	8.657	9.329	10.109	10.612

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

En la tabla 11, los activos netos de operación inicial para el 2.017 corresponden a la suma de los saldos del balance general en el 2.016 de la cuentas por cobrar y los inventarios menos los proveedores (4.688+3.053-735).El incremento del capital de trabajo neto operativo (KTNO) por 483, fue calculado y explicado en la tabla 7.

El incremento en los activos fijos por 388, fue calculado y explicado en la tabla 7.

La inversión bruta por 872 corresponde a la suma de los activos netos de operación inicial más el incremento en el KTNO más el incremento en los activos fijos (7.005+483+388)=872.La depreciación por 383, fue calculada y explicada en la tabla 8, mientras que la inversión neta resulta de restarle a la inversión bruta la depreciación (872-383)=489.Los activos netos de operación finales resultan de sumarle a los Activos Netos de Operación Iniciales la Inversión Neta (7.005+489)=7.494.

### **1.10. Calculo del valor económico agregado EVA**

A partir de la utilidad operacional después de impuestos y los activos netos de operación iniciales se calcula la rentabilidad de los activos netos - RAN (utilidad operacional después de impuestos / activos netos de operación iniciales) para calcular la diferencia entre el RAN y el WACC y a su vez multiplicarlo por los activos netos de operación inicial y de esta manera obtener el EVA, tal como se muestra en la siguiente tabla.

**Tabla 12.** Cálculo del valor económico agregado EVA

Utilidad Oper. Después de Impuestos	1.742	1.897	2.073	2.273	2.491	2.748
Rentabilidad de los Activos Netos RAN	24,87%	25,31%	25,78%	26,25%	26,70%	27,18%
Costo de Capital	21,44%	21,44%	21,44%	21,44%	21,44%	21,44%
RAN (-) Costo de Capital	3,43%	3,87%	4,34%	4,81%	5,27%	5,74%
Activos Netos de Operación Iniciales	7.005	7.494	8.043	8.657	9.329	10.109
EVA	240	290	349	417	491	581
Incremento del EVA	0	50	59	68	75	89

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

En la tabla 12 la utilidad operacional después de impuestos corresponde al mismo valor para cada uno de los años calculado en la tabla 8 donde se construyó el flujo de caja libre, mientras que la rentabilidad de los activos netos – RAN resulta de dividir la utilidad operacional después de impuestos entre los activos netos de operación inicial ( $1.742 / 7.005$ ) y así mismo para cada año.

El costo de capital es el mismo valor para todos los años calculado y explicado en la tabla 10 y el RAN vs Costo de capital es la diferencia entre la Rentabilidad de los activos netos y el costo de capital ( $24.87\% - 21.44\% = 3.43\%$ ). Los activos netos de operación inicial corresponden al mismo valor utilizado y explicado en la tabla 11.

Por su parte el Valor Económico Agregado E.V.A. es el producto de los activos netos de operación inicial por la diferencia entre el RAN y el WACC ( $7.005 \times 3.43\%$ ) y así para cada uno de los años.

### 1.11. Valoración

**Tabla 13.** Método de valor económico agregado EVA

	METODO EVA	VALORACION 2016
1	Valor de continuidad a 2.021	14.536,7
2	(-) Activos Netos de Operación a Dic. De 2.021	(10.108,7)
3	(=) Valor de Continuidad del EVA en el 2.021	4.428,0
4	Valor Presente del EVA en el 2.016 del Período Relevante	967,1
5	(+) Valor Presente del VCdel EVA en el 2.016	1.676,6
6	(=) MVA (MarketValueAdded) en el 2.016	2.643,7
7	(+) Activos netos de Operación a Dic. de 2.015	7.005,0
8	(=) VR DE LAS OPERACIONES A DIC. 2.016	9.648,7
9	(+) Inversiones Permanentes	52,5
10	(+) Deudores Largo Plazo	960,0
11	(-) Pasivos Financieros	(1.177,5)
12	(-) Cuentas por Pagar Largo Plazo	(247,5)
13	(-) Obligaciones Laborales Largo Plazo	(30,0)
14	VALOR DEL PATRIMONIO	9.206,2

**Fuente:** Elaboración Propia (2017)

#### Explicación de los cálculos

1. Corresponde al valor del flujo de caja libre del año 2022 (perpetuidad) en el año 2021.
2. Corresponde a los activos netos de operación del balance general a diciembre de 2020.

3. Corresponde a la suma del flujo de caja libre a diciembre de 2.021 y los activos netos de operación a diciembre de 2020 (son los iniciales del 2021).
4. Corresponde al valor presente de EVA en el 2016 del periodo relevante.
5. Corresponde al valor presente en el 2016 del valor de continuidad del EVA.
6. Corresponde a la suma del valor presente del EVA y el valor de continuidad del EVA, ambos del 2016.
7. Corresponde a los activos netos de operación del balance general a diciembre de 2.016.
8. Corresponde a la suma del MVA (Market Value Added) y los activos netos de operación del balance general a diciembre de 2016.
9. Corresponde al saldo de las inversiones permanentes en el balance general a diciembre de 2.016.
10. Corresponde al saldo de los deudores de largo plazo en el balance general a diciembre de 2.016.
11. Corresponde a la suma de las obligaciones financieras de corto plazo y largo plazo en el balance general a diciembre de 2.016.



12. Corresponde al saldo de las cuentas por pagar de largo plazo en el balance general a diciembre de 2.016.
13. Corresponde al saldo de las obligaciones laborales de largo plazo en el balance general a diciembre de 2.016.
14. Corresponde a la suma del valor de las operaciones, las inversiones permanentes y los deudores de largo plazo, menos los pasivos financieros, menos las cuentas por pagar de largo plazo, menos las obligaciones laborales de largo plazo.

#### **4. CONCLUSIONES**

De acuerdo a los resultados obtenidos, se concluye lo siguiente:

La mayoría de empresas valoradas por cualquiera de los métodos arroja valores sorprendentes ya que sus resultados son disimiles a su valor en libro, esto obedece a que las metodologías incorporan en su procedimiento el potencial de la empresa para generar utilidades en el futuro a través del flujo de caja a perpetuidad, como también el valor de mercado de sus activos.

Estimar e incorporar en el proceso las dos variables anteriores, es uno de los grandes inconvenientes del evaluador, razón suficiente para pensar en un modelo que incorpore lo que otros no tienen en cuenta. Algunos estudiosos del tema afirman que se estaría duplicando

la información, mientras que otros resuelven el problema calculando un promedio entre las dos variables. En lo que coinciden los modelos es que una empresa comienza a generar valor cuando los fondos generados son mayores al costo promedio ponderado de capital (Weighted Average Cost Capital – WACC).

La valoración de empresa arroja el mismo resultado por el método del F.C.L y por el método del E.V.A. Asimismo, la inversión neta es lo que realmente crecen los activos de una compañía. Por otra parte el MVA (Market Value Added) es el valor presente de los EVA futuros. Por lo que se estima que la rentabilidad del Activo Total Neto (R.A.N.) se calcula tomando el valor de los activos netos de operación al comienzo de cada periodo y no al final.

## **REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- ASSOCIACIÓ CATALANA DE COMPTABILITAT I DIRECCIÓ (ACCID). 2009. "Valoración de empresas: Bases conceptuales y aplicaciones". Profit.
- BLANCO-ARIZA, Ana, RODRÍGUEZ, Gisella, TORRES, Prince, MONSALVE, Magda y SALAZAR-ARAUJO, Eduardo. 2017. *Medición e impacto del Programa de Articulación de las funciones Docencia, Investigación, Extensión y Proyección Social (PADIE) en la Facultad de Administración y Negocios*. En: Blanco-Ariza, A. & Rodríguez-Calderón, G. (coord.). *Programa de Articulación de las Funciones de Docencia, Investigación, Extensión y Proyección Social (PADIE). Un enfoque desde la Facultad de Administración y Negocios*. (pp. 61-68). Barranquilla, Colombia: Ediciones Universidad Simón Bolívar.
- CALLE-VAQUERO, Antonia y HERRERO, María. 1996. Valoración de empresas. *Revista de Estudios Económicos y Empresariales*. 08(1)
- CAZALLO, Ana, MEDINA, Héctor y MEÑACA, Indira. 2017. "Estrategias para direccionar a los productores del clúster de mango

- en municipios del Atlántico;" Marketing y competitividad en las organizaciones. Enfoques y perspectivas. Ediciones Simón Bolívar.
- DURAN, Sonia, CRISSIEN, José, VIRVIESCAS John, y GARCÍA, Jesús. 2017. "Estrategias gerenciales para la formación de equipos de trabajos en empresas constructoras del Caribe colombiano". *Revista Espacios*, 38(13) 24-37.
- DURAN, Sonia, FUENMAYOR, Alejandro, CÁRDENAS, Sergio y HERNÁNDEZ, Rene. 2016. "Emprendimiento Como Proceso De Responsabilidad Social En Instituciones De Educación Superior En Colombia Y Venezuela". *Desarrollo Gerencial Revista de la Facultad de Ciencias Económicas Administrativas y Contables de la Universidad Simón Bolívar-Colombia*, 8(2), 58-75.
- GARCÍA, Salvador. 2003. "La Dirección por Valores". McGraw Hill.
- HAMEL, Gary. 1995. "Competiendo por el futuro". Ariel.
- MELAMED-VARELA, Enrique, BLANCO-ARIZA, Ana y RODRÍGUEZ-CALDERÓN, Gisella. 2017. "Perspectivas de la innovación social: su revisión desde la responsabilidad en la gestión de organizaciones". **Investigación en Administración y su Impacto en Comunidades Académicas Internacionales**. Bogotá, Colombia: Fundación Universidad Externado de Colombia.
- MONTERO, Pedro. 2011. "Valoración de empresas" *RETOS. Revista de Ciencias de la Administración y Economía*. 1(1), 31-34
- PALACIOS, Alexis, RUZ, Alexander, VILLA, Laureano y SALAZAR-ARAUJO, Eduardo. 2016. Calidad de servicios para optimizar la atención en el centro de diagnóstico cardiovascular del Magdalena-Colombia. *Desarrollo Gerencial Revista de la Facultad de Ciencias Económicas Administrativas y Contables de la Universidad Simón Bolívar-Colombia*, 8(2), 161-185.
- PAZ Annherys, HARRIS Jaiha y GARCÍA Jesús.2015. Toma de decisiones: reto para crear ventajas competitivas en las distribuidoras de alimentos gourmet. *Desarrollo Gerencial Revista de la Facultad de Ciencias Económicas Administrativas y Contables de la Universidad Simón Bolívar*. Barranquilla-Colombia.7(2). Pp. 100-118.  
<http://dx.doi.org/10.17081/dege.7.2.1183>.
- PORTER, Michael 1979. "How competitive forces shape strategy". *Strategic Planning: Readings*, 102-117.

- PORTER, Michael. 1985. "Ventaja competitiva". Patria
- PORTER, Michael. y KRAMER, Mark. 2011. "La creación de valor compartido". Harvard Business Review.
- PRIETO, Ronald, y CHIRINOS, Damari. 2013. "Gestión de la banca pública: una alternativa para los sectores de la economía no bancarizados". CICAG. 10(2). 44-57.
- PEREYRA-TERRA, Manuel. 2008. "Valoración de empresas, una revisión de los métodos actuales". Universidad ORT Uruguay.
- RICARDO, David. 1817. "Los Principios de Economía Política y Tributación". Fondo de Cultura Económica.
- ROBBINS, Stephen. y JUDGE, Timothy. 2013. "Comportamiento Organizacional". Decimoquinta edición PEARSON, México, 2013
- SALAZAR-ARAUJO, Eduardo y BLANCO-ARIZA, Ana. 2017. *Caso exitoso de implementación de la metodología PADIE en la Facultad de Administración y Negocios*. En: Blanco-Ariza, A. & Rodríguez-Calderón, G. (coord.). *Programa de Articulación de las Funciones de Docencia, Investigación, Extensión y Proyección Social (PADIE). Un enfoque desde la Facultad de Administración y Negocios*. (pp. 69-85). Barranquilla, Colombia: Ediciones Universidad Simón Bolívar.
- URDANETA, Armando. y PRIETO, Ronald. 2014. Balanza de pagos de Venezuela: Análisis del comportamiento económico en el período 1999-2011. *Telos: Revista de Estudios Interdisciplinarios en Ciencias Sociales*, 16(3), 414-433.
- URDANETA, Armando, PRIETO, Ronald y Hernández, Orlando. 2017. "Formación bruta de capital fijo en el producto interno bruto venezolano en el período 1997-2015". En *Desarrollo Gerencial Revista de la Facultad de Ciencias Económicas Administrativas y Contables de la Universidad Simón Bolívar-Colombia*, 9(1), 52-80.
- VILLASMIL, Milagro, PRIETO, Ronald, ZABALETA, Milena y SALAZAR-ARAUJO, Eduardo. 2017. "Pensamiento estratégico en la educación: Un estudio fenomenológico hacia una interpretación compleja y posmoderna". En: *Procesos formativos para el siglo XXI*, Universidad Nacional Experimental Rafael María Baralt.
- VON MISES, Ludwig. 1980. "La acción humana: tratado de economía". Unión Editorial



**UNIVERSIDAD  
DEL ZULIA**

---

# **opción**

Revista de Ciencias Humanas y Sociales

Año 34, Especial N° 18, 2018

Esta revista fue editada en formato digital por el personal de la Oficina de Publicaciones Científicas de la Facultad Experimental de Ciencias, Universidad del Zulia.  
Maracaibo - Venezuela

[www.luz.edu.ve](http://www.luz.edu.ve)

[www.serbi.luz.edu.ve](http://www.serbi.luz.edu.ve)

[produccioncientifica.luz.edu.ve](http://produccioncientifica.luz.edu.ve)