



**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DEL ESTADO DE  
MÉXICO**



---

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**“CREACIÓN DE VALOR PARA LAS EMPRESAS DEL SUBRAMO  
SUPERMERCADOS E HIPERMERCADOS DE LA BOLSA MEXICANA DE  
VALORES 2010 – 2015.”**

**TESINA**

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

**LICENCIADO EN ECONOMÍA**

PRESENTA:

**GABRIEL DELGADO GARCÍA**

ASESOR:

**M. EN E. JUVENAL ROJAS MERCED**

REVISORES:

**M. EN E. RICARDO RODRÍGUEZ MARCIAL**

**M. EN E. U. R. DELIA ESPERANZA GARCÍA VENCES**

**TOLUCA, ESTADO DE MÉXICO**

**AGOSTO 2016**

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 1: LA TEORÍA DEL VALOR.....</b>	<b>4</b>
1.1 El valor .....	4
1.2. Teorías explicativas del valor.....	5
1.2.1 La economía clásica.....	6
1.2.2. La economía neoclásico-marginalista .....	9
1.2.2.1. La Utilidad como principio del valor.....	9
1.2.2.2. Los Marginalistas .....	10
1.2.2.3. Los Neoclásicos .....	11
1.2.3. Materialismo histórico o Marxismo.....	15
<b>CAPÍTULO 2: LA CREACIÓN DE VALOR ECONÓMICO .....</b>	<b>16</b>
2.1. La Gerencia Basada en Valor .....	17
2.2. Estrategias para la creación de valor .....	21
2.3. Formas de medir/cuantificar el valor.....	25
2.3.1 Valor Económico Agregado .....	27
2.3.2 Creación de valor para el accionista .....	28
2.3.3 Inversión recuperada o valor agregado.....	29
2.3.4 Valor de mercado agregado.....	31
2.3.5 Beneficio Económico.....	31
2.3.6 Cash Value Added.....	32
2.3.7 Total Shareholder Return.....	33
<b>CAPITULO 3: EVIDENCIA EMPÍRICA.....</b>	<b>35</b>
3.1 Evidencia empírica del subramo supermercados e hipermercados .....	35
<b>CAPÍTULO 4: CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA EN EL CASO DEL SUBRAMO SUPERMERCADOS E HIPERMERCADOS .....</b>	<b>42</b>

4.1. La metodología.....	42
4.1.1 Aumento de la capitalización de las acciones. ....	44
4.1.2 Aumento del valor para los accionistas. ....	44
4.1.3 Rentabilidad para los accionistas. ....	45
4.1.4. Rentabilidad exigida a las acciones. ....	46
4.1.5 Creación de valor para los accionistas.....	47
4.2 Creación de valor para el accionista en el caso del subramo supermercados e hipermercados .....	47
4.2.1 Subramo supermercados e hipermercados. ....	47
4.3 Comportamiento de las empresas del Subramo supermercados e hipermercados.....	49
4.3.1. Importancia del sector.....	49
4.3.2. Comportamiento de las empresas del Ramo de los Supermercados e Hipermercados.....	52
4.4 Creación de valor para el accionista .....	62
4.4.1 Capitalización (valor de mercado) de las empresas.....	62
4.4.2 Aumento de la capitalización de las acciones .....	63
4.4.3 Aumento del valor para los accionistas.....	65
4.4.4 Rentabilidad para los accionistas.....	67
4.4.5 Rentabilidad exigida a las acciones. ....	68
4.4.6 Rentabilidad para los accionistas menos la exigida. ....	72
4.4.7 Creación de valor para los accionistas.....	73
<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>76</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>78</b>

## INTRODUCCIÓN

La mayoría de las empresas se crean con la finalidad de lucrar, por lo que se hace indispensable medir con gran exactitud en qué medida se obtiene un incremento en la riqueza de las mismas y por lo tanto es uno de los objetivos que se plantean, pero uno de los más necesarios indicadores que ahora se tienen que tomar en cuenta es, la creación de valor, entonces este término se vuelve la base de la toma de decisiones.

Dentro de la amplia gama que se encuentra en la actualidad, los dueños del capital tienen la posibilidad de invertir en instrumentos de deuda del Banco de México, la compra/venta de acciones de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, de metales preciosos, invertir en una cuenta de algún banco que pague una tasa de interés atractiva, financiar a empresas y que éstas al paso del tiempo paguen la inversión realizada, etc. Pero para el fin del trabajo que se va a realizar, se analiza el rubro que conlleva a aquellas inversiones que se hacen a empresas y que las personas que lo realizan esperan su pago, por lo que se volvería atractivo si es que logran recuperar su inversión en poco tiempo, entonces si la empresa donde invierten obtiene creación de valor, se volvería una de sus primeras opciones para colocar su capital en ellas y así todos los involucrados obtendrían sus ganancias mínimas esperadas.

Por otro lado, el objetivo primordial de cualquier empresa es maximizar su valor, o maximizar la riqueza conjunta de todos sus accionistas. Lo cual se logra a través de la maximización de valor de la empresa en el mercado.

En este sentido lo que se presenta en este trabajo de tesina es un análisis del sector productos de consumo frecuente y en específico en el subramo de supermercados e hipermercados en México, considerado actualmente de gran importancia dentro de la economía y en general dentro de la sociedad. Hoy en día el ámbito de los supermercados e hipermercados es de gran importancia para la gran mayoría de las familias mexicanas dado que en esta clase de establecimientos pueden encontrar gran variedad de bienes de consumo en un mismo lugar y además generalmente a un bajo precio, por lo que con

el paso del tiempo se siguen abriendo nuevas tiendas de este tipo y así además de que estas empresas ganan más clientes, la población que no conoce este tipo de lugares se vaya acercando, dado que se abren nuevas tiendas en zonas donde se presenta un incremento de la población.

Para la sociedad, los supermercados e hipermercados juegan un papel importante ya que además de que les ayudan a cubrir sus necesidades básicas de consumo, las familias pueden llegar a tener un ahorro tal vez no tan significativo pero que para una gran parte de la población es relevante dado que mucha de ella no cuenta con los recursos económicos que le permitan obtener más y mejores artículos.

Este análisis parte de la metodología propuesta por Pablo Fernández, quien propone que para llegar a la creación de valor para los accionistas es preciso definir conceptos, como son el de aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a los accionistas.

En el primer apartado se estudia la teoría del valor desde los dos conceptos: valor objetivo y valor subjetivo. Pasando desde los economistas actuales como Milla (2008), Nieto (2008) y Husson (2004); los clásicos como Adam Smith con su obra sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones, David Ricardo con principios de economía política y tributación, John S, Mill al dividir la economía en producción y distribución; la economía neoclásica-marginalista en donde encontramos a William S. Jevons, Carl Menger, Alfred Marshall y Friedrich von Wieser; por último, encontramos al materialismo histórico o Marxismo en el que se le asocia con la teoría del valor-trabajo o trabajo socialmente necesario.

En el segundo apartado se desarrolla el tema de la creación de valor económico y sus métodos para determinarlos. Esto a través de la denominada gerencia basada en el valor, la cual se puede entender como la base bajo la cual las empresas desarrollan su estrategia de creación de valor; tratando de encontrar el nexo de unión entre la toma de decisiones por parte de la empresa (decisiones afectadas por factores no controlables) y la creación de valor; formas de medir o cuantificar valor. Los indicadores más utilizados

en la práctica profesional que se relacionan con la creación de valor son los siguientes: Valor Económico Agregado (EVA), Creación de valor para el accionista, Inversión recuperada o valor agregado (IRVA), Valor de mercado agregado (MVA), Beneficio Económico (BE), Cash Value Added (CVA) y el Total Shareholder Return (TSR).

En el tercer apartado se hace una recopilación de aquellos artículos que muestran evidencia empírica sobre el subramo supermercados e hipermercados, no sólo para México, sino también en la región de América Latina, donde específicamente la creación de valor para México no se ha realizado en gran medida en tanto al subramo, por lo que la información con la que se cuenta en cuanto al tema es relativamente baja, lo que hace que se aborde más para así contar con mayor información al respecto.

En el último capítulo se presenta la aplicación de la metodología propuesta por Pablo Fernández, con la finalidad de determinar si dichas empresas están creando o destruyendo valor en los periodos de 2010 – 2015. Los datos utilizados para lograr dicho objetivo son los publicados por cada una de las empresas en sus informes financieros y bursátiles anuales y/o trimestrales correspondiente al periodo en estudio.

# CAPÍTULO 1: LA TEORÍA DEL VALOR

## 1.1 El valor

El concepto de valor es una expresión la cual guarda e implica una serie de concepciones y elementos los cuales originan que no sea fácil su comprensión. La forma más sencilla de definirla es estableciendo que se trata de una cualidad la cual hace que el bien sea más o menos deseable, útil o importante, siendo este estimable.

La forma en cómo se ha comprendido al valor ha ido modificándose a través del tiempo. Puede mencionarse que su base se encuentra en los conceptos de valor objetivo y valor subjetivo, términos acuñados por la concepción clásica y neoclásica.

Milla (2008) nos indica que el valor depende solamente de lo que esperamos que ocurra en el futuro con el bien o servicio que pretendemos valorar y de nuestras expectativas. Nieto (2008) menciona que el valor es la cantidad de trabajo socialmente necesario, definido según marcan las condiciones sociales y técnicas medias vigentes en cada momento, que se requiere para reproducir en el momento presente cada tipo de mercancía (no el tiempo de trabajo que pudo haberse empleado cuando fueron producidas). Por su parte, Husson (2004) especifica que el valor, es el valor monetario de las mercancías producidas por el capitalismo.

Si observamos esta última visión, el valor se establece ya en términos monetarios, dando lugar al concepto de valor económico. De esta manera Serfinco (2010), establece que el valor económico se refiere al valor de mercado de un activo generador de utilidades (un activo que prometa un rendimiento para su propietario) en un mercado eficiente. En este sentido si una acción o cualquier otro tipo de activo generador de utilidades no se negocia activamente en el mercado, el precio al cual pudiera venderse podría diferir en gran medida de su valor económico, así que, en este caso, el mercado puede no ser eficiente. Esta posibilidad proporciona una buena razón con la cual el administrador deberá beneficiarse al conocer las herramientas del análisis financiero.

Por otra parte, AGECE (2010) supone que el valor es algo establecido por el ser humano (es un concepto antropocéntrico), de manera que no se considera que los bienes y servicios tengan valor a menos que los humanos se lo otorguen. Lo que indica que desde una perspectiva estrictamente económica, no existe un valor natural o intrínseco a las cosas. Lo que implica que el valor al estar tan íntimamente ligado al ser humano obliga a los economistas a medir valores mercantiles y no mercantiles empleando instrumentos monetarios.

## **1.2. Teorías explicativas del valor.**

De acuerdo a Pontón (2004), nos manifiesta que la teoría del valor es uno de los elementos de mayor importancia dentro de la teoría económica, y que hoy en día persisten tres concepciones sobre la misma:

1. La concepción objetiva: según la cual el valor esta intrínsecamente dentro de la cosa.
2. La concepción subjetiva: la cual menciona que el valor depende de la libre apreciación de la gente
3. Una concepción mixta: la cual parte de la teoría de la productividad marginal, desarrollando una teoría de la distribución de la renta que se opone a la de los autores clásicos.

A pesar de esto, tradicionalmente se establece han existido tres concepciones y estas han sido:

1. La economía clásica
2. La economía neoclásico-marginalista
3. El materialismo histórico o marxismo

Cada una de ellas con sus propias vertientes.



### 1.2.1 La economía clásica.

Es también llamada como la teoría del valor trabajo, la teoría del valor clásica se basa en lo que se ha denominado trabajo comandado o adquirido y trabajo incorporado. Podemos encontrar como sus principales representantes a Adam Smith y David Ricardo y en menor medida a Stuart Mill.

Adam Smith (1776) en su obra *Sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, consideraba que el trabajo era la unidad de medida para cuantificar el valor. Él nos hacía mención que, el valor era la cantidad de trabajo que uno podía recibir a cambio de su mercancía. Se trata de la teoría del valor comandado o adquirido. Aunque no era el factor determinante de los precios, estos oscilaban hacia su precio de producción gracias al juego de la oferta y la demanda.

La teoría de Smith se apoyó en la distinción entre valor de uso y valor de cambio. De esta forma, el valor tiene dos significados; por un lado expresa la utilidad de un objeto en particular, valor de uso, y por el otro el poder de compra de bienes (precio de las mercancías), constituyendo lo que se denomina valor de cambio.

Estableció de esta forma que para que se tenga valor de cambio, se debe tener valor de uso. Lo cual ejemplifico mediante la paradoja del valor, la cual establece: Las cosas que tienen un alto valor de uso tienen frecuentemente poco o ningún valor de cambio; y, por el contrario, aquellas que tienen un alto valor de cambio frecuentemente tienen poco o ningún valor de uso<sup>1</sup>. Asimismo, la escasez, por el contrario, hace subir el precio inmoderadamente.

Es por ello que, conforme con Cachanosky (1994), la mejor medida del valor de cambio era la cantidad de horas de trabajo que se incurría en producir un producto. El trabajo es, por lo tanto, la medida real del valor de cambio de todas las mercancías.

---

<sup>1</sup> Nada es más útil que el agua: pero con ella no se puede comprar casi nada, casi nada se puede cambiar por ella. Un diamante, por el contrario, tiene poco valor de uso; pero a menudo se puede cambiar por una gran cantidad de otros bienes.

Para fundamentar su teoría, David Ricardo se apoya en la visión de Smith y su obra, contradiciendo algunas ideas de Smith. Así en su publicación Principios de economía política y tributación (1817), toma temas tan significativos como el valor, la renta, las utilidades, el comercio exterior, la riqueza y, quizás lo más significativo para la formulación de su teoría del valor, los precios naturales y de mercado.

Desarrolló una teoría del valor-trabajo incorporado. Pensaba que los precios dependerían de la cantidad de trabajo incorporado en la producción de los bienes o servicios, induciendo de esta forma que el trabajo es el único determinante del valor de cambio de las mercancías.

Dentro de la Economía clásica, el término valor parece tener tres significados al mismo tiempo, de acuerdo con Cachanosky (1994) estos son:

- Valor de uso: por lo que realmente es valorada cualquier cosa para el hombre que la quiere adquirir,
- Precio: el valor de cualquier mercancía es igual a la cantidad de trabajo que le permite comprar o disponer,
- Medida: el trabajo es la medida real del valor de cambio de todas las mercancías. Lo que el bien vale para su poseedor es lo que puede conseguir a cambio de él.

Para Smith las horas de trabajo es una medida más estable que el dinero, por lo que utiliza esta medida en lugar de medir en dinero la cantidad de bienes que puede comprar una unidad monetaria. Entonces él considera que el trabajo, es el patrón real a través del cual se puede estimar y comparar el valor de todas las mercancías. Es su precio real; el dinero es sólo su precio nominal.

En cuanto a sus determinantes, Smith distinguía entre el precio de largo plazo, o precio natural, de los bienes, y el precio de corto plazo, o precio de mercado.

Para John Stuart Mill, así como para todos los clásicos, la economía tenía dos partes:

1. Las leyes de la producción y
2. Las leyes de la distribución.

A pesar de que Mill seguía manteniendo la tradición de dividir la economía en producción y distribución, existía una diferencia, él creía que esas leyes naturales sólo gobernaban la producción; la distribución de la riqueza podía realizarse por leyes humanas, producto de la creación del hombre.

Mill (1844) estuvo un paso atrás a diferencia de Smith y Ricardo, esto debido a que reducía el valor a los costos de producción, de esta forma desarrolló una teoría del valor en función de estos costos.

Y continuando con la tradición clásica, difiere entre valor de uso y valor de cambio, para ello estableció que para que un bien tenga valor de intercambio o precio debe ser útil y difícil de obtener aunque el valor de uso determine el valor de intercambio solo bajo circunstancias inusuales.

Y habló acerca de tres tipos de bienes: donde la oferta está limitada y por lo tanto son inelásticos, los precios dependían de su demanda y oferta. Los bienes manufacturados donde la curva de oferta es perfectamente elástica donde los costos de producción determinan su precio. Y aquellos producidos por la agricultura donde los bienes dependen de los costos de producción de aquellos oferentes con las circunstancias más desfavorables.

A diferencia de Smith y Ricardo quienes distinguieron entre precio nominal y real de las cosas y asociaban el valor de cambio con el segundo. Estableció que la teoría del valor de cambio tiene que poder explicar los precios relativos. De ello se establece que su teoría es prácticamente idéntica a la de Ricardo pero mucho mejor expuesta en claridad y orden (Cachanosky, 1994).

Algo que tomó relevancia para Mill, y de igual modo para Ricardo es que, el trabajo no es el único determinante del valor de cambio, o precio natural, de las cosas: las ganancias,

al igual que los salarios, entran en los costos de producción que determina el valor del producto.

### **1.2.2. La economía neoclásico-marginalista**

Conocida como la teoría subjetiva del valor, la economía neoclásico-marginalista se sustenta en el costo de los factores y la utilidad marginal. Dentro de esta concepción encontramos a una gran cantidad de exponentes, entre los cuales encontramos a William S. Jevons, Carl Menger y Alfred Marshall.

En la teoría subjetiva el valor de un bien depende no del trabajo demandado, incorporado o socialmente necesario, sino de la utilidad que brinda dicho bien, siendo con esto el valor de uso de mayor importancia que el valor de cambio, el cual es la expresión cuantitativa del cambio de valores de uso, a través de las respectivas utilidades marginales de los bienes intercambiados, y esto es en desacuerdo de la corriente objetiva.

Aquí el valor de uso va a ser la utilidad, la cual es la cualidad de un bien para satisfacer una necesidad específica. La medida del valor va a estar dada por la preferencia que tenga el consumidor en referencia a un bien determinado y por los costos de producción. La demanda de ese bien en el mercado va a representar la concreción de las preferencias del consumidor desde el punto de vista de la utilidad marginal; mientras que la oferta reflejará el costo de los factores de producción del bien en cuestión. Dentro de esta concepción los precios desplazan al valor como objetivo de análisis al analizar las preferencias del consumidor.

#### **1.2.2.1. La Utilidad como principio del valor**

Jeremy Bentham, junto con John Stuart Mill (1844) es considerado uno de los principales fundadores del utilitarismo. Sus aportes al concepto de utilidad en la Economía se concretan en su intención de realizar una comparación entre dolor y placer que el individuo obtiene en su actividad cotidiana. El método utilizado para ello fue un apriorismo

intuitivo, logró dar cierta consistencia a su teoría recurriendo al dinero como una guía para la medición de las satisfacciones, idea que fue retomada luego por Marshall.

Por otro lado, William Stanley Jevons (1871), hace tres aportes trascendentes a la teoría de la utilidad: considera que la utilidad no debe ser tratada como una magnitud absoluta, sino bajo el concepto de grado final de utilidad; recurre a procedimientos técnicos para medir la utilidad y pone al valor de uso como base del valor de cambio, por lo que llega a la vinculación del bien con las preferencias del individuo.

Jean Baptiste Say se propuso liberar el concepto de utilidad de cualquier contenido material. Para Say, el valor es algo eminentemente subjetivo y depende de la utilidad, que es su fundamento, por lo que es también fundamento de la riqueza. Pero encuentra dificultades en la medición del valor utilizando las apreciaciones variables y fluctuantes de los individuos, por lo que abandona este método y acude a los gastos de producción y de los movimientos de la demanda y oferta para cuantificar el valor.

En contraparte, H.H. Gossen, analiza el concepto de utilidad marginal explicando el proceso de cambio sobre la base de la teoría subjetiva del valor, postulando que el cambio es posible entre dos personas debido a que cada una recibe de la otra más de lo que da. Gossen propone que habrá cambio de equivalente cuando el último bien recibido por cada uno de los sujetos proporcione a cada uno una utilidad marginal igual, lo que equivale a decir, que cada uno recibe el máximo de valor posible. Por otra parte, establece que la utilidad es subjetiva y está asociada a la relación de bienes y necesidades, además de que la base del valor de los bienes no es la utilidad total, sino la que corresponde a la última unidad de un bien cualquiera, con lo que establecemos que la utilidad marginal es medible.

#### **1.2.2.2. Los Marginalistas**

Fueron Jevons y Menger (1871) los encargados de llevar a cabo una nueva revolución, después de que Gossen realizara sus debidas aportaciones. Definiendo a la utilidad como la relación entre el hombre y un bien por la cual este última satisface una necesidad. Para

esto se debe tomar en cuenta que la propiedad de satisfacer una necesidad no es inherente al bien en cuestión, no está en la materialidad corpórea del bien; es por ello que la utilidad será de carácter subjetiva y, para que los bienes tengan valor, la utilidad de cada uno de ellos debe ser unida a la escasez. Posteriormente retomaron el concepto de utilidad marginal, para afirmar que ésta era la que medía el valor de un bien.

Quien propuso por primera vez esta nueva concepción fue Menger, al postular que es el consumidor quien otorga valor a las mercancías, a las que recurre para satisfacer necesidades individuales. Es así que el valor es la importancia que las mercancías concretas adquieren por el hecho de que sabemos que la satisfacción de nuestras necesidades depende de que dispongamos de ellas.

### **1.2.2.3. Los Neoclásicos**

En la obra de Friedrich von Wieser (1889), *Der natürliche Wert* (El Valor Natural), trata de establecer un modo de calcular el valor económico, para lo cual afirma que los factores de la producción tienen un valor debido a la utilidad que ellos han conferido al producto final, es decir, utilidad marginal.

Sin embargo, su estudio comienza con el análisis *Sobre el Origen y las Leyes Principales del Valor de los Factores* en 1884 y en el cual afirma que el valor natural es independiente del régimen económico. Estableciendo que el valor de los bienes está dependiendo de la distribución del ingreso entre las diversas clases sociales, de modo que, en presencia de una situación distante a la equidistribución, bienes o servicios dotados de escasa utilidad social pueden tener un gran valor, y viceversa.

Conforme a Wieser el valor natural es el que existiría en un estado comunista perfecto, debido a la ausencia de desigualdades de riqueza y de errores. El valor tendría que ser resultante sólo de la cantidad disponible y las utilidades.

Al abandonar el debate sobre el valor a partir del marginalismo, para ocuparse por la medición de la utilidad a través del consumidor y la estructura de su demanda. Alfred

Marshall es quien sistematiza la nueva concepción y lo hace bajo los siguientes aspectos: la teoría del consumidor, el excedente del consumidor, las curvas de demanda y oferta parciales y la noción de elasticidad.

El pensamiento de Marshall (1907) sobre el valor de un bien consiste en que éste se determina en el equilibrio de su oferta y su demanda. Con esto generalizó el concepto de la utilidad marginal dentro de la teoría de la demanda y tomó el dinero como una medida, no de los deseos, pero sí del objeto de la acción para satisfacerlos. De este modo, la determinación de los precios del mercado sustituye al análisis del valor como categoría de importancia en lo que ya no es Economía Política, sino Teoría Económica. Con Marshall, se consolida con solidez el estudio especializado, empírico y axiomático del consumidor, los precios y el mercado.

Marshall consigue desarrollar una concepción mixta, a través de su síntesis neoclásica, la cual parte de la teoría de la productividad marginal o subjetiva del valor y de la teoría del valor trabajo desarrollada por los autores clásicos. Todo ello establece que la utilidad de un bien que percibe un consumidor se incrementa con el número de unidades consumidas de ese bien, aunque ese incremento sea decreciente.

Menger (2007) señala que cuando la necesidad de un bien, es mayor que la cantidad de dicho bien los hombres se esfuerzan por satisfacer sus necesidades de la forma más completa que les es posible en la situación dada.

La idea de esta relación promueve la aparición del valor de los bienes. Cuando efectivamente la necesidad de un bien es mayor que la cantidad disponible del mismo, puesto que una parte de las correspondientes necesidades ha de quedar irremediablemente insatisfecha, no se puede disminuir ninguna cantidad parcial de cierta importancia práctica sin que, al hacerlo, deje ya de satisfacerse, o no se satisfaga por completo, una necesidad que quedaba cubierta antes de que se produjera la citada eventualidad.

En consecuencia, la satisfacción de una necesidad humana depende de que se dispone o no de una cantidad concreta y significativa de aquellos bienes. Si los sujetos económicos adquieren conciencia de esta situación, si conocen que la posibilidad de satisfacer una necesidad depende con mayor o menor plenitud de la disposición sobre una cantidad parcial de los bienes de que estamos hablando o respectivamente de la relación cuantitativa concreta en que se encuentran estos bienes, entonces tales bienes adquieren la significación que llamamos valor. Por consiguiente, valor es la significación que unos concretos bienes o cantidades parciales de bienes adquieren para nosotros, cuando somos conscientes de que dependemos de ellos para la satisfacción de nuestras necesidades.

El valor de los bienes emerge de la relación entre necesidad y masa de bienes disponible. La diferencia entre ambos fenómenos radica en que el conocimiento de aquella relación cuantitativa impulsa por un lado la actividad previsora y, con ello, los bienes que se hallan en esta relación se convierten en bienes económicos. Por otro lado, este conocimiento lleva a la conciencia de la significación que tiene para nuestra vida o, para nuestro bienestar, el poder disponer de cada cantidad parcial concreta de la masa de bienes que poseemos. De este modo, los bienes que se encuentran en la relación antes dicha adquieren valor para nosotros.

La relación que fundamenta el carácter no económico de los bienes consiste en que la necesidad de estos bienes es menor que la cantidad disponible de los mismos.

Se puede señalar, que los bienes no económicos no solo tienen ningún valor de intercambio, sino que en realidad no tienen ningún tipo de valor y, por tanto, tampoco valor de uso, tanto el valor de intercambio como el de uso están subordinados al concepto general de valor, es decir, que se trata de dos conceptos coordinados entre sí. En ocasiones se establece que los bienes no económicos no tienen valor de intercambio, pero sí valor de uso, e incluso destierran el concepto de valor de uso y proponen sustituirlo por el concepto de utilidad.



Podemos concretar qué utilidad es la capacidad que tiene una cosa para satisfacer las necesidades humanas y, por consiguiente, es un presupuesto general de la cualidad de los bienes. También los bienes no económicos son útiles, en cuanto que tienen tanta capacidad como los económicos para la satisfacción de nuestra necesidad. Esta capacidad debe ser reconocida por los hombres, pues en caso contrario tampoco podrían adquirir la cualidad de bienes. Lo que distingue a un bien no económico de otro económico, es la circunstancia de que la satisfacción de las necesidades humanas no depende de la disposición sobre unas cantidades concretas del primero, y sí, en cambio, de cantidades concretas del segundo tipo, aunque los primeros tienen, desde luego, utilidad para nosotros, sólo los segundos tienen además de utilidad aquella significación que hemos llamado valor.

Aquellas personas inteligentes saben distinguir perfectamente entre la capacidad de una cosa para satisfacer sus necesidades y el valor de esta cosa. Un bien tiene valor porque disponer del mismo significa que podemos satisfacer unas necesidades que, sin dicha disposición, no quedarían cubiertas, siendo inevitable consecuencia del conocimiento de la significación que tienen para nuestra vida o nuestro bienestar.

Sabiendo que en el valor de los bienes se presenta una injusticia, no siempre la secuencia necesaria del conocimiento que tiene el hombre de que la conservación de su vida y su bienestar dependen de su disposición sobre un bien o una cantidad de bienes o de una parte al menos, por mínima que sea, de los mismos. El valor de los bienes se fundamenta en la relación de los bienes con nuestras necesidades, no en los bienes mismos. Según varíen las circunstancias, puede modificarse también, aparecer o desaparecer el valor.

Ya que, el valor no es algo inherente a los bienes, no es una cualidad intrínseca de los mismos, ni menos aún una cosa autónoma, independiente, asentada en sí misma. Es un juicio que se hacen los agentes económicos sobre la significación que tienen los bienes de que disponen para la conservación de su vida y de su bienestar y, por ende, no existe fuera del ámbito de su conciencia.

Es incorrecto llamar valor a un bien que tiene valor para los sujetos económicos, o hablar de valores, como si se tratara de cosas reales e independientes, objetivando así el concepto. Lo único objetivo son las cosas o, respectivamente, las cantidades de cosas, y su valor es algo esencialmente distinto de ellas, es un juicio que se forman los hombres sobre la significación que tiene la posesión de las mismas para la conservación de su vida o, respectivamente, de su bienestar.

### **1.2.3. Materialismo histórico o Marxismo.**

Existe una relación entre el Marxismo con la teoría del valor-trabajo o trabajo socialmente necesario. Los exponentes más reconocidos dentro de esta concepción son Carlos Marx, Federico Engels y Vladimir I. Lenin, aunque estos dos últimos en realidad no desarrollaron una teoría del valor.

Karl Marx (1867) en su obra el Capital desarrolla la teoría del valor, sosteniendo que para que las cosas tengan valor de cambio tienen que ser útiles o tener un valor de uso. El valor de uso de una mercancía encierra un valor por ser materialización del trabajo humano abstracto, el cual es la cantidad creadora de valor, es decir, de trabajo. De esta forma, el valor de una mercancía se determina por la cantidad de trabajo invertida en su producción, el trabajo socialmente necesario para su producción.

La cantidad de trabajo que se mide por el tiempo de su duración, y el tiempo de trabajo tiene, finalmente, su unidad de medida en las distintas fracciones de tiempo. De esta forma, el valor de una mercancía se determina por la cantidad de trabajo invertida en su producción, el trabajo socialmente necesario para su producción. Este trabajo socialmente necesario es el promedio de las fuerzas individuales de trabajo. De esta forma, las mercancías que encierran cantidades de trabajo iguales o que pueden ser producidas en el mismo tiempo de trabajo representan la misma magnitud de valor.

## **CAPÍTULO 2: LA CREACIÓN DE VALOR ECONÓMICO**

En los tiempos modernos la búsqueda de la medición del valor generado por las empresas es una práctica desarrollada con mayor frecuencia. Esto debido a que hoy en día las empresas que cotizan en bolsa, basan su estrategia principalmente, en la consecución de dos objetivos: maximizar el beneficio y maximizar el precio de sus acciones, lo cual converge en la maximización del valor de la empresa.

Lo principal que se desea alcanzar de los métodos de creación de valor, se puede identificar desde dos puntos de vista: el accionista y la empresa. Desde el punto de vista de los accionistas, estos conciben que de acuerdo con el grado de riesgo que representa la inversión que están realizando exijan un retorno mínimo esperado. Desde el punto de vista de la empresa, esta se constituye como una cadena económica la cual se integra por un conjunto de operaciones, proceso de producción, distribución y venta debe estar orientado a la creación de valor. Objetivo el cual encuentra su base en el que los costos incurridos en dichas actividades deban ser inferiores al precio que el mercado establece por sus productos y/o servicios.

Visto desde otro punto de vista, el objetivo primordial de cualquier empresa es maximizar su valor, o maximizar la riqueza conjunta de todos sus accionistas. Lo cual se logra a través de la maximización de valor de la empresa en el mercado.

Sobre la capacidad de la empresa para generar o crear valor influyen una serie de variables explicativas:

- a) El beneficio económico.
- b) El costo de oportunidad de los inversores de la empresa o la rentabilidad requerida por los inversores en la empresa (accionistas y prestamistas), lo cual determinan el costo del capital, es decir, el costo de los recursos que utiliza la empresa para financiar sus inversiones.

Esta última variable se contrasta con la rentabilidad que genera la empresa para determinar la creación de valor y así si las inversiones realizadas generan un beneficio inferior al costo de los fondos que se utilizaron para financiarlas, se destruye valor, en caso contrario se crea valor.

## **2.1. La Gerencia Basada en Valor**

Conforme a Rappaport (1998), la Gerencia Basada en Valor es la base bajo la cual las empresas desarrollan su estrategia de creación de valor.

Esto ha permitido que tanto en Economía como en Administración sean cada vez más los especialistas que coinciden en afirmar que el objetivo fundamental de una empresa es el de maximizar el valor invertido por sus propietarios (Gutiérrez, 1992; Brealey y Myers, 1991; Weston y Brigham, 1994; Copeland y otros, 2000).

De acuerdo con, Slater y Olson (1996: 48) establecen que el propósito económico fundamental de una empresa es la creación de riqueza para sus propietarios; propósito que se ha convertido en una motivación tan poderosa que ha llegado a considerarse que crear valor para el accionista se ha constituido en la filosofía gerencial.

Dado lo anterior se recomienda (Vera: 2000) que el gerente de una empresa debe dirigir sus esfuerzos en el logro de dicho objetivo, y de esta forma garantizar la permanencia continua de la empresa en el competitivo mundo de los negocios y facilitar la gestión de los recursos, requeridos para su crecimiento.

Entonces se ha originado que las acciones y estrategias implementadas en la empresa deben estar vinculadas entre sí para que arrojen resultados que satisfagan las expectativas de rendimiento de sus accionistas; lo cual implica no solo la satisfacción en rentabilidad, sino que además involucra a toda la empresa, ya que no solo debe ser generador de bienes y servicios, sino que debe captar y mantener clientes, atraer la fuerza de trabajo con el perfil requerido, además de motivar al personal y en general,

ejecutar las acciones pertinentes las cuales permitan comprender que la maximización del valor no debe ser un objetivo de corto plazo, sino permanente.

Si hay algo que se debe recalcar es el hecho de que la maximización del valor del accionista no se debe limitar al ámbito financiero de la empresa, sino que involucra a todos los sectores de la misma: producción, mercadeo y recursos humanos, entre otras actividades, un proceso complejo por la integración de los diversos departamentos de la empresa.

De acuerdo a lo antepuesto, se desarrolló un paradigma gerencial que trato de estimular el diseño e implantación de estrategias que condujeran a optimizar la generación de valor en todas las actividades empresariales, y se le conoce como Gerencia Basada en Valor (Value Based Management, GBV).

Su implementación involucra el funcionamiento integrado de todos los departamentos de la empresa, buscando generar cambios significativos en cada uno de ellos y en su personal.

Teniendo el conocimiento de lo anterior, la integración de los departamentos es de suma importancia ya que las decisiones que se tomen deben estar sustentados en información de calidad, ya que esto le permitirá conocer la situación de la empresa, hacia donde se dirige, si se están logrando los objetivos previamente establecidos; y en forma específica si se está alcanzando la finalidad de crear un mayor valor al invertido, no solo en el corto sino también en el largo plazo.

Es claro que para lograr la generación de valor en la empresa, la gerencia estará supeditada a un proceso de transformación la cual permitirá estar acorde con los objetivos implementados con la GBV. Este proceso de transformación implica, entre otros aspectos, la selección de nuevos indicadores de desempeño a ser utilizados en la planificación de las metas a alcanzar y en la medición de los resultados.

Aunque la creación de valor se lleve a cabo de forma interna, se tiene un impacto externo y se da cuando aquellas empresas que resulten atractivas pueden tener un valor de mercado superior al que reflejan sus libros contables, lo que significa que los inversionistas están dispuestos a pagar un precio mayor por los títulos (acciones) de este tipo de empresas, ante la expectativa de que sus operaciones generarán un mayor valor en el futuro (Vera, 2000: 69). Lo cual permite al inversionista formarse una opinión sobre la calidad de los resultados presentes y futuros de una empresa, y sobre esta base tomar sus decisiones; en otras palabras, el mercado anticipa la creación o destrucción de valor en una empresa. (Rappaport, 1998:1)

Pero a todo esto, ¿Qué es la GBV? La adopción del criterio de la creación de valor en la gerencia de las operaciones corrientes de las empresas comienza a tomar fuerza a principios de los años 80, de la mano de la propuesta de Alfred Rappaport, quien plantea que los resultados de la empresa deben ser evaluados de acuerdo con su contribución a la creación o destrucción del valor de la inversión realizada por los propietarios. La propuesta que se dio a conocer inicialmente con el nombre de Enfoque del Valor del Accionista (Shareholder Value Approach) ha ido ganando aceptación, hasta convertirse en una filosofía de gestión empresarial denominada Gerencia Basada en Valor (GBV).

De acuerdo con Knighth (1998: 101) la GBV representa una vía que permite al gerente concentrarse en la estrategia de la empresa, lograr una mejor alineación de funciones y una mayor creación de valor. Gerenciar el valor se traduce en la correcta utilización y combinación del capital y otros recursos para generar flujos de efectivo provenientes de las operaciones del negocio; la gerencia del valor no es un evento que ocurre una vez al año, sino que constituye un proceso continuo de decisiones operacionales y de inversión enfocadas en la creación de valor.

Para Sharman (1999: 1) la GBV es un enfoque integral para gerenciar las actividades de una organización, y asegurarse que el rendimiento del accionista se está maximizando. El rendimiento del accionista está representado por beneficios, rendimiento sobre su inversión, lealtad de los clientes, y empleados satisfechos, o, en el caso de departamentos gubernamentales, contribuyentes y usuarios de servicios satisfechos.

Asimismo de lo que se mencionó previamente podemos definir a la GBV como un proceso integral, diseñado para mejorar las decisiones estratégicas y operacionales realizadas dentro de una organización o empresa, haciendo énfasis en los inductores de valor corporativos. Tiene como base fundamental el hecho de que cualquier empresa tenga como objetivo satisfacer a sus *stakeholders* (accionistas, empleados, directivos, clientes, proveedores, aliados estratégicos, etc.), lo cual ha propiciado que la creación de valor sea imperativa en todas las.

Para su buen desempeño requiere la conexión en el establecimiento de objetivos de la empresa con el empleo de recursos, con la estrategia de desarrollo, con la medición del desempeño y las remuneraciones y finalmente, con la creación de valor.

Es notorio que no todas las empresas cuentan, no solo con los recursos tanto económicos como humanos para lograrlo, sino que incluso, para la gran mayoría de empresas, requiere un cambio de cultura organizacional, el cual genera tensiones al interior de las empresas que lo adoptan, además de convertirse en el compromiso de los directivos y la alta gerencia.

Lo que no se debe dejar de lado es que el cambio se inicia por los altos directivos de la empresa, toda vez que sin el apoyo y compromiso de estos, se corre el riesgo de fracasar en la implementación del sistema.

La GBV muestra establece que una empresa sólo creará valor cuando sea capaz de lograr inversiones que brinden una rentabilidad mayor que el costo de capital promedio invertido en ella. Para su establecimiento se debe considerar como primer paso a la maximización de valor como el principal objetivo financiero de la empresa, esto tomando en cuenta que las medidas tradicionales de la contabilidad, no son siempre buenas aproximaciones a la generación de valor. Se deben identificar los elementos claves además de establecer procesos que involucren a todos los empleados en la necesidad de crear valor.

Los cuatro procesos principales que deben regir la adopción de la GBV deben ser:

1. Desarrollar estrategias para maximizar el valor;
2. Traducir la estrategia en metas de corto y largo plazo que se enfoquen en los principales inductores de valor;
3. Desarrollar planes de acción y presupuestos enfocados al cumplimiento de las metas de corto y mediano plazo; y
4. Introducir sistemas de medición de resultados y esquemas de compensación con el fin de monitorear e incentivar a los empleados para que cumplan las metas establecidas.

Estos cuatro procesos deben estar fuertemente interconectados en los diferentes niveles corporativos, así como con las unidades de negocio, esto para que el objetivo de crear valor se cumpla.

El gran valor que tiene del establecimiento de la GBV (Cano, 2003) se puede observar cuando los clientes no quedan satisfechos con el servicio y la calidad de los productos generados por la empresa, se retiraran y se llevaran consigo a nuevos clientes (clientes potenciales), pero para que el cliente se motive a seguir comprando, es necesario contar con un talento humano comprometido (Personal), que no solo cumpla con las tareas asignadas, que agregue valor a sus labores, adicionalmente de que es necesario contar con el concurso permanente de los accionistas, ya que son estos quienes deben ofrecer los mecanismos para que el empleado se sienta satisfecho con la organización.

## **2.2. Estrategias para la creación de valor**

Milla (2002, 2003) manifiesta que las estrategias que deben implementar las empresas en el proceso de creación de valor tienen que ver con dos preguntas específicas, ¿Cuáles son las premisas para la implantación de un sistema de gestión orientado al valor? y ¿Cómo podemos identificar el impacto de las distintas estrategias y tácticas operativas en la creación de valor en la empresa?



En cuanto a las premisas básicas para la implantación de un sistema de gestión orientado al valor, la gestión de una empresa bajo criterios de creación de valor puede resumirse en los siguientes pasos:

- i. El punto inicial es el conocimiento de la empresa. Esto implica conocer cuáles son las variables con capacidad significativa de impacto en la creación de valor. Se les llama variables generadoras de valor (value drivers). Se determinan a través de un análisis de sensibilidad sobre la valoración detallada de la empresa; por ejemplo, el principal inductor de valor en una empresa es el crecimiento.
- ii. Análisis pormenorizado de la capacidad de crear valor por parte de cada una de las dimensiones del negocio: unidades de negocio, zonas geográficas, sectores, productos, clientes, etc., y su impacto en cada una de las variables generadoras de valor global en la empresa.
- iii. Una vez se ha decidido la estrategia de creación de valor, la dirección de la empresa debe promover la asignación eficiente de recursos a las unidades creadoras de valor. Es necesario comparar la capacidad de crear valor por encima del costo del capital. Si estas decisiones no son tomadas en un análisis adecuado de creación de valor, existe una gran probabilidad de que los recursos se estén aplicando de forma ineficaz, con la consecuente destrucción de valor en la empresa.
- iv. En la mayoría de las organizaciones existe una serie de dimensiones del negocio que proporcionan la mayor parte del valor a una empresa, mientras que existen otras que únicamente son consumidoras de capital. Además, cada dimensión lleva asociada un nivel de riesgo concreto; bien por zonas geográficas, por sector, o bien por el tipo de negocio. Estos riesgos influyen directamente en el costo del capital invertido y, por tanto, en la capacidad de crear o destruir valor de cada dimensión de negocio. Por tanto, las conclusiones del análisis de la asignación de recursos suponen, generalmente, la potenciación de las dimensiones creadoras de valor a través de la aplicación de nuevos recursos y la desinversión total o parcial de aquellas destructoras de valor.
- v. El análisis de la viabilidad económica de las inversiones ocupa un aspecto esencial en la gestión orientada al valor. Este procedimiento permite analizar la creación de

valor por parte de cada una de las inversiones iniciadas, permitiendo priorizarlas de acuerdo con el objetivo de creación de valor.

- vi. Una vez definidos los objetivos clave para cada una de las medidas operacionales de cada una de las dimensiones del negocio, es necesario identificar los directores o gestores involucrados en conseguir dichos objetivos y vincular su gestión a la consecución de dichos objetivos a través de una retribución variable. Aquí ocupan un papel relevante los sistemas de compensación a la dirección de la empresa, su determinación, su cuantificación y el momento de hacer efectiva dicha compensación. El sistema de compensación para la dirección debe estar alineado con la creación de valor en la empresa y debe desarrollarse a todos los niveles de la organización.
- vii. La creación de una política de comunicación, a todos los niveles de la empresa, de la gestión orientada al valor, es fundamental para el entendimiento por parte de todos de esta política, para su involucración y para la consecución de los objetivos. Dado que es necesario establecer una relación entre la actividad diaria de la empresa y la creación de valor, al menos las siguientes acciones deberían implementarse:
  - Establecer un sistema de indicadores propios para cada unidad de negocio. Esto implica elegir adecuadamente los indicadores de performance de cada unidad, las fuentes para su cálculo, la fórmula para su determinación y el control y seguimiento de los mismos.
  - Mezclar indicadores de performance financieros y no financieros en la presentación de los informes sobre los resultados de una empresa o unidad de negocio (tasas de crecimiento de la cifra de negocios con incremento del tamaño del pedido medio por cliente).
  - Fijar indicadores de performance que sirvan como indicadores tempranos o señales de alerta; por ejemplo: tasa de variación de la cifra de negocio, grado de utilización de la capacidad productiva, importe medio de la venta, etc.
  - Desarrollar, para los distintos ejecutivos y personal de la empresa, una combinación de value metrics que les permita identificar sus responsabilidades (y logros) dentro de la organización.

Así, toda la organización toma conciencia del papel que juega en la creación de valor y puede identificar perfectamente su contribución a la misma a través de la relación entre los indicadores de performance operativos y los indicadores de creación de valor.

Consecuentemente una política de gestión orientada a la creación de valor debería, al menos, contener los siguientes puntos para tener éxito:

- i. Crear de forma explícita y clara el apoyo de la alta dirección a la gestión basada en el valor y el compromiso de cumplir con el fin de la función financiera: maximizar la riqueza de los accionistas.
- ii. Determinar estrategias objetivo de valor corporativo basadas en el conocimiento propio y del sector y determinar qué hace que se cree valor en la empresa (value drivers o inductores de valor).
- iii. Formar a directivos y empleados en la gestión basada en el valor.
- iv. Asignar y planificar los recursos en función de su contribución a la creación de valor.
- v. Establecer un sistema de compensación para la dirección alineado con la creación de valor.
- vi. Informar y comunicar a toda la organización los resultados de la gestión orientada al valor en la empresa.

Para contestar la pregunta de ¿Cómo podemos identificar el impacto de las distintas estrategias y tácticas operativas en la creación de valor en la empresa? Se menciona que a lo largo de su desarrollo, una empresa va tomando diversas decisiones que afectan, tanto a su componente estratégico (estrategia) como a su componente operativo (eficiencia operativa). Entre las decisiones que afectan a su componente estratégico podríamos indicar las siguientes:

- i. Elección de la estrategia a seguir: estrategias puras de liderazgo en costos, diferenciación o focalización o estrategias mixtas.
- ii. Selección de los mercados en los que opera.

- iii. Identificación y evaluación de los proyectos de inversión que acomete.
- iv. Selección de la estructura financiera objetivo en términos de relación entre recursos propios y ajenos.
- v. Determinación del nivel de retribución exigido al capital.

En cuanto a las decisiones de carácter operativo podríamos encontrar las siguientes:

- i. Utilizar en mayor o menor medida su capacidad productiva.
- ii. Aumentar los precios de venta de determinadas familias de productos.
- iii. Modificar su estructura de costos (relación costos fijos y variables).
- iv. Incorporar mejoras en la productividad o cambios en la disposición de la fábrica.
- v. Contratar más o menos personal.

Asimismo, el entorno en el que la empresa opera condiciona la toma de decisiones, puesto que hay determinados indicadores sobre los que la empresa no puede actuar y que, inevitablemente, van a afectar a dicha toma de decisiones, tanto estratégicas como operativas; entre ellos podríamos citar los siguientes:

- i. Tasa de interés de la deuda externa; tanto de las obligaciones y bonos del estado como de la deuda bancaria.
- ii. Prima de riesgo del mercado en el cual la empresa opera.

Así, desde la perspectiva de la creación de valor en la empresa, lo que interesa es encontrar el nexo de unión entre la toma de decisiones por parte de la empresa (decisiones afectadas por factores no controlables) y la creación de valor.

### **2.3. Formas de medir/cuantificar el valor**

Dentro de los métodos de creación de valor, se pueden encontrar dos puntos de vista: el accionista y la empresa. Los accionistas entienden que de acuerdo con el grado de riesgo que representa la inversión que están realizando exigen un retorno mínimo esperado. Para las empresas, su papel es el de ofrecer la mayor utilidad por acción (UPA) posible y de manera constante.

La utilidad por acción establece el punto de intersección entre las expectativas de los accionistas y la rentabilidad de la empresa, para afirmar que se está cumpliendo con el objetivo principal. Sin embargo, para poder hacerlo, necesita incorporar el costo de capital de los accionistas.

Medir la creación de valor es una decisión importante, porque éste es un indicador que evalúa el desempeño. La generación de valor consiste en dos etapas:

- i. La creación de valor: Esta etapa se refiere a ser competitivo en el mercado comercial. Esto sucede cuando la estrategia de la compañía le permite ofrecer productos o servicios que resuelvan una necesidad específica de un cliente o mercado mejor que como lo hace la competencia, a un precio que el cliente considere justo por el beneficio obtenido. Adicionalmente, la compañía debe ser eficiente para obtener un rendimiento por encima de sus costos de capital a partir de esa transacción.
- ii. La realización de valor: Esta etapa se da cuando el éxito en el mercado comercial se ve reflejado en el mercado de capitales. La realización de valor consiste en dos componentes: La apreciación de la acción en el mercado<sup>2</sup> y el reparto de dividendos por parte de la empresa a los tenedores de acciones ya sea en efectivo o en acciones.

Por lo que, la gestión orientada al valor exige la necesidad de disponer de indicadores (value metrics) que permitan medir la creación de valor en una empresa. De hecho, para medir la creación (o destrucción) de valor en una empresa debería valorarse una empresa al final de un ejercicio y comparar dicha valoración con la del final del ejercicio anterior.

El aumento o disminución de valor experimentado por la empresa nos indicaría de forma exacta si en ese ejercicio se ha creado o destruido valor, respectivamente. Sin embargo,

---

<sup>2</sup> Las empresas que cotizan en bolsa rara vez tratan de maximizar el patrimonio de sus accionistas sino más bien buscan mantener estables las cotizaciones, a fin de hacer más atractivos sus títulos en términos de liquidez y seguridad, y permitirse a cambio reportar a los inversores una rentabilidad moderada. No obstante, prefieren que la tendencia sea creciente, para poder sustituir rentabilidad explícita (dividendo) por la rentabilidad implícita (incremento de patrimonio), pero se suele dar prioridad a la estabilidad.

como es complejo elaborar proyecciones de flujos de caja y llevar a cabo todo el proceso de valoración de una empresa, tal y como hemos explicado, surge la necesidad de disponer de indicadores que, relacionados con mayor intensidad con la creación de valor, nos indiquen si la empresa está creando o destruyendo valor.

Ya llevados a cabo, los indicadores más utilizados en la práctica profesional que se relacionan con la creación de valor (sin que ello implique que sean indicadores de la creación de valor en cada año en la empresa) son los siguientes:

### **2.3.1 Valor Económico Agregado**

Oriol Amat (1999) propone que el Valor Económico Agregado (*EVA*)<sup>3</sup> es un indicador que considera el costo de capital de financiar los activos que generan el resultado operativo, por que incorpora el costo de los recursos propios ( $K_e$ ), agregando también el “factor riesgo” derivado de toda inversión, al incluir la prima de riesgo dentro del cálculo de la rentabilidad exigida ( $K_e$ ).

El *EVA* es una medida de rendimiento residual que, partiendo de los beneficios netos después de impuestos, se resta a éstos el costo de capital de las diferentes fuentes de financiamiento, al cual se le conoce como el capital operativo el cual está involucrado en la generación del beneficio (Pascale, 1998: 479). En otras palabras, se define como el rendimiento sobre el capital empleado, al cual se le cargan los impuestos de ingresos causados y el costo sobre el capital utilizado (Ramírez, 1998: 3).

Asimismo, el *EVA* es considerado un indicador del desempeño de las empresas, el cual permite evaluar la capacidad de los directivos de una empresa en su objetivo de maximizar los beneficios de la empresa, así como la riqueza de los accionistas. En términos más sencillos, lo que se pretende es determinar si los beneficios obtenidos por la actividad económica de la empresa son los necesarios o suficientes para cubrir los costos generados por el uso de los recursos, ya sean estos propios o externos.

---

<sup>3</sup> El término *EVA* ha sido acuñado por Stern Stewart & Co y es un refinamiento del concepto de *Economic Profit* o Beneficio Económico, desarrollado por Alfred Marshall en 1890.

Por lo que, cuando la empresa cuenta con beneficios generados en mayor medida que su costo de capital la empresa está generando valor o bien que la empresa creó valor.

Bennett Stewart determina que la forma de calcular el EVA es mediante la siguiente fórmula:

$$EVA = BONDI - (C * COI)$$

Donde:

*BONDI* = Beneficios Operativos netos después de impuestos

*C* = Costo de Capital (promedio ponderado del periodo t)

*COI* = Capital Operativo Invertido (Valor de los Activos al inicio del ejercicio)

### 2.3.2 Creación de valor para el accionista

Dentro de una empresa se encuentran los llamados *stakeholders*, que son las personas interesadas en el porvenir de un negocio y que se ven beneficiados o perjudicados de acuerdo al desempeño del mismo. Los *stakeholders* pueden ser, empleados, acreedores, inversionistas, proveedores, el gobierno, es decir; aquellas personas afectadas directa o indirectamente por las actividades de la empresa.

Cuando los resultados (contables) de una empresa son positivos, generalmente todos los *stakeholders* ganan:

- El empleado percibe su sueldo por su trabajo,
- El gobierno cobra impuestos,
- El cliente satisface sus necesidades al consumir productos o servicios de la empresa,
- El acreedor gana al cobrar un interés sobre la deuda utilizada para financiar la operación que generó dichos bienes o servicios.

Sin embargo, el inversionista no siempre gana, ya que puede estar obteniendo un rendimiento positivo sobre su inversión, sin embargo, dicho rendimiento puede ser menor

al que pudo haber obtenido invirtiendo en otra alternativa libre de riesgo, como puede ser el caso de los bonos del gobierno.

Entonces, para medir la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones (Fernández, 2005a:350)

Asimismo, la creación de valor para los accionistas se produce cuando la rentabilidad para los accionistas supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el costo de las acciones). Dicho de otro modo, una empresa crea valor en un año cuando se comporta mejor que las expectativas.

La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\text{Creación del valor para los accionistas}_t = \text{Capitalización}_{t-1} \times (\text{Rentabilidad de los accionistas}_t - K_e)_t$$

Consecuentemente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de sus expectativas, que se refleja en la rentabilidad exigida por los accionistas (Fernández, 2005a:354).

### **2.3.3 Inversión recuperada o valor agregado**

El objetivo de una gerencia es maximizar el valor de una empresa y a partir de allí repartir en forma equitativa la riqueza entre todos los interesados: los accionistas, los trabajadores, el Estado, los clientes, los proveedores, etc. (Vélez, 2001: 3) Por lo tanto, es una obligación de la gerencia tomar decisiones correctas que contribuyan a ese objetivo. Esta gestión implica, en el fondo, comprar activos (proyectos tangibles e intangibles, alternativas de inversión, etc.) que generen valor adicional para la institución. Y aquí será necesario retomar la idea de considerar los beneficios y los costos en



términos muy amplios, de manera que incluyan todos aquellos aspectos que no pueden ser cuantificados.

Con forme a esta metodología, cuando se desea calcular el *EVA*, no se debe utilizar el concepto básico porque tiene muchas simplificaciones; para utilizar el concepto como una medición de valor, es necesario reconsiderar el enfoque contable de las cifras de los estados financieros. De tal forma que combinando la amortización de la inversión inicial y el periodo de pago descontado (*PRT*) se conduce a la inversión recuperada y el valor agregado (*IRVA*).

Lo que se desea hacer es medir para cada periodo que queda del *FCF*<sup>4</sup> después de pagar el costo del dinero. Lo cual se destina a recuperar la inversión y después de recuperada la inversión en su totalidad, se puede hablar de creación de valor. Este remanente en cada periodo es a lo que se llama *IRVA*.

Entonces tenemos:

$$IRVA_t = FCF_R - WACC \left[ I_0 - \sum_{j=1}^{t-1} IRVA_j \right]$$

Donde:

$IRVA_t$  Inversión recuperada o valor agregado en el periodo t.

$FCF_R$  *Free Cash Flow* real.

$WACC$  Costo ponderado de capital.

$I_0$  Inversión inicial.

$I_0 - \sum_{j=1}^{t-1} IRVA_j$  Es el saldo de los activos totales en (t-1) menos el acumulado del *IRVA* hasta (t-1).

— Si el *IRVA* < 0 no hay generación de valor.

— Si el *IRVA* > 0 siendo igual al capital invertido, hay recuperación de la inversión pero no creación de valor.

---

<sup>4</sup> En el momento en el cual el *FCF* recupera el capital invertido y su costo; y a partir de este punto hay creación de valor, a este punto en el tiempo se le llama periodo de repago descontado (*PRT*).

De lo que se hizo mención anteriormente, es importante señalar que sólo después de que la inversión se ha recuperado en su totalidad, la *IRVA* puede ser considerada como una medida de la creación de valor (Vélez: 2001: 34).

### **2.3.4 Valor de mercado agregado**

El Valor de Mercado Agregado (*MVA*) pretende medir la creación de valor de una empresa, y se calcula como la diferencia entre el valor de mercado de las acciones de la empresa (o valor de mercado de la nueva inversión) y el valor contable de las mismas (o inversión inicial) (Fernández, 2005a: 428). Si denominamos como  $Evc_0$  al valor contable de las acciones y  $E_0$  a su valor de mercado en  $t = 0$  (ahora), tendremos:

$$MVA_0 = E_0 - Evc_0$$

### **2.3.5 Beneficio Económico.**

Señalamos Beneficio Económico (*BE*) al beneficio contable<sup>5</sup> (*BDI*) menos el valor contable de las acciones<sup>6</sup> ( $Evc_{t-1}$ ) multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones (*Ke*).

Por lo que, la rentabilidad exigida a las acciones (*Ke*), también llamada costo de las acciones; es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente bien remunerados.

Asimismo, la rentabilidad exigida a las acciones depende de las tasas de interés de los bonos del Estado a largo plazo y del riesgo de la empresa.

$$Ke = \text{Rentabilidad de bonos} + \text{Prima de riesgo de la empresa}$$

Entonces:

---

<sup>5</sup> Por Beneficio contable se entiende el Beneficio Neto o después de impuestos.

<sup>6</sup> Al principio del periodo, que es el final del periodo anterior.

$$BE_t = BDI_t - [(Ke)(Evc_{t-1})]$$

El *BE* mezcla parámetros contables (el beneficio y el valor contable de las acciones) con un parámetro de mercado (*Ke*, la rentabilidad exigida a las acciones)<sup>7</sup>. Ahora bien, si tomamos en cuenta que  $ROE = BDI / Evc_{t-1}$  también podemos expresar la expresión anterior del *BE* como:

$$BE_t = (ROE - Ke)Evc_{t-1}$$

### 2.3.6 Cash Value Added.

Se plantea como una alternativa por el Boston Consulting Group (1996: 33) al *Cash Value Added* (*CVA*) del *EVA*. La forma en cómo se calcula el *CVA* es de la siguiente forma: al *BAIDT* se le suma la amortización contable (*AM*), se le resta la amortización económica (*AE*) y el costo de los recursos utilizados (inversión inicial multiplicada por el coste promedio ponderado de los recursos).

Es decir:

$$CVA_t = BAIDT_t + AM_t - AE - (Evc_0 + D_0)WACC$$

La amortización económica (*AE*) es la anualidad que capitalizada al costo de los recursos (*WACC*) acumulará el valor de los activos al final de la vida útil de los mismos. La amortización económica de unos activos fijos (*AF*) que se amortizan en *T* años es:

$$AE = \frac{(AF)(WACC)}{(1 + WACC)^T - 1}$$

---

<sup>7</sup> El mezclar parámetros de mercado y contables marcó una evolución dentro en la búsqueda conceptual de un índice que representara mejor la creación de valor en una empresa.

### 2.3.7 Total Shareholder Return.

El *Total Shareholder Return (TSR)* se define como medida de la creación de valor para el accionista que mide la riqueza generada en un ejercicio para el accionista en términos del aumento del valor de las acciones más dividendos en relación con el valor de mercado al inicio del periodo. El *TSR* es un término de la Boston Consulting Group (Altair, 2003:46).

El *TSR* puede expresarse en términos de la tasa de retorno anualizada, de la siguiente forma:

$$TSR = \frac{(P_t - P_{t-1}) + OIN}{P_{t-1}}$$

Donde:

*OIN* Otros ingresos netos.<sup>8</sup>

$P_t$  Precio de la acción al final del periodo.

$P_{t-1}$  Precio de la acción al final del periodo anterior.

O como el rendimiento total durante el periodo de tenencia de las acciones:

$$TSR_t = (P_t - P_{t-1}) + VD$$

Donde:

$P_t$  Precio de la acción al final del periodo.

$P_{t-1}$  Precio de la acción al final del periodo anterior.

*VD* Valor de los dividendos reinvertidos.

Además, el *TSR* también puede calcularse como el retorno que un inversor recibe de una acción, si reinvirtiera los dividendos durante el tiempo que mantiene las acciones, como antes se ha expuesto. De esta forma, el *TSR* mide el beneficio económico que un accionista recibe durante un periodo de tiempo por mantener una acción y puede ser utilizado para comparar la presentación que guarda una compañía con otra de su misma industria o mercado.

---

<sup>8</sup> Tales como: dividendos, desembolsos por ampliación de capital, otros pagos a los accionistas (reducciones de nómina, amortización de acciones), conversión de obligaciones convertibles.

Consiguientemente, el *TSR* mide bien lo que mide mal el *ROE*. El *TSR* se debe comparar con la rentabilidad exigida por los accionistas (*Ke*). De esta forma, se establece que una empresa crea valor para los accionistas si el *TSR* es superior al *Ke*. (Altair, 2003:46)

## **CAPITULO 3: EVIDENCIA EMPÍRICA**

### **3.1 Evidencia empírica del subramo supermercados e hipermercados**

El tema de valuación de empresas y específicamente el referente a la creación de valor no ha sido explotado en México como cabría esperarse. Pocos han sido los estudios que se han realizado sobre el subramo supermercados e hipermercados y cuando han sido realizados ha sido bajo diferentes perspectivas.

Así, para el ámbito nacional encontramos el trabajo de Schwentesius y Gómez (2005) quienes analizan el proceso de concentración que se da en el sistema de comercialización al menudeo en México a través de la expansión de los supermercados, en un trabajo de campo realizado en el estado de Oaxaca tomando en consideración al Limón Mexicano de Oaxaca. En su trabajo mencionan que ha sucedido una revolución de supermercados en México a lo que se llama supermercadización, el cual se sustenta en el crecimiento rápido, la consolidación y la multinacionalización del sector de supermercados, de tal suerte que a principios del siglo XXI casi la mitad de todo el menudeo pasa por modernas tiendas de autoservicio.

Aunque la velocidad y profundidad de proceso dependen del crecimiento económico del país y de un cambio en las políticas de distribución de los ingresos de la población, pero también de las estrategias de las cadenas de supermercados por penetrar los estratos de ingresos medios y bajos. También se menciona que el crecimiento de los supermercados ha inducido el surgimiento de un nuevo tipo de comerciantes-mayoristas en las centrales de abasto, mayoristas-exportadores y productores-mayoristas-agroindustriales, capaces de reunir y satisfacer las necesidades de las modernas cadenas.

León (2007) analiza al sector de autoservicio, atendiendo a dos componentes básicos de la función de consumo: el ingreso y los hábitos de compra. Las empresas objeto de estudios son Wal-Mart de México, Organización Soriana, Controladora Comercial Mexicana y Grupo Gigante, encontrando que los factores psicográficos que han

modificado los hábitos de compra han diferenciado a los consumidores más allá de su nivel socioeconómico y han llevado a los supermercados a delinear estrategias específicas para atender los gustos, preferencias y necesidades de sus clientes, con productos distintivos y de experiencia de compra. De modo que la competencia entre cadenas de autoservicio se acentuará para lograr la fidelidad del consumidor y sólo una mejoría en el bienestar del grueso de la población podrá hacer que ésta modifique sus patrones de consumo, con lo cual favorecerá a las cadenas de autoservicio de manera permanente y no sólo en los días con ofertas y promociones.

Gonsenheim (2008) realiza un primer acercamiento al conocimiento de la estructura del mercado de autoservicios, para ello analizada a las empresas Auchan, Comercial Mexicana, Gigante, Carrefour, Grupo Chedraui, Wal-Mart y Soriana.

Indica que la experiencia de Auchan y Carrefour, y la venta de las tiendas de Grupo Gigante a Organización Soriana, hacen evidente que la supervivencia en esta industria no es una cuestión de mantenerse operando discreta y silenciosamente. En los inicios de estas empresas, ver, tocar y hablar eran cuestiones muy importantes en el proceso de venta. Un buen dependiente detrás del mostrador, podía hacer una enorme diferencia entre una tienda que vendía bien y otra que quebraba. En la era de la Internet, los medios electrónicos están deshumanizando el trato entre el cliente y el vendedor. Por lo que es indispensable conocer al consumidor, anticipar sus necesidades y satisfacer sus deseos.

Torres (2012) analiza los efectos que ha sufrido una microempresa que mantiene estrecha relación con los supermercados, por lo que se adopta la perspectiva de las redes locales de mercancías. Tomando como base de análisis a la empresa Macadamia de Veracruz. En su estudio menciona que el crecimiento de los supermercados en México se ha caracterizado por un puñado de empresas que ejercen un poder cada vez mayor para establecer normas, precios y plazos de entrega, lo cual afecta fuertemente a los pequeños proveedores y fomenta una estrecha relación cautiva. La microempresa con su potencial organizativo de sus miembros ha culminado en el desarrollo paulatino de capacidades técnicas, de gestión y comercialización que le han permitido subsistir más de una década en el mercado nacional. De manera particular, se destaca el hecho de

que la dirección y la mayoría de sus integrantes sean mujeres y mantengan un fuerte compromiso por el desarrollo de la Mpymes.

Los retos de crecimiento a los que se enfrenta la microempresa son un continuo proceso de aprendizaje y desarrollo de capacidades en el conocimiento de su producto, producción y mercado, con deficiencias para incrementar la comercialización por limitaciones financieras. Las micro y pequeñas empresas a pesar de un sinnúmero de limitaciones, han sobrevivido en el mercado, en buena medida porque representan un ingreso complementario para sus miembros y han tenido que desarrollar capacidades y diseñar estrategias para mantenerse vigentes.

La Oficina Comercial de Chile en México, ProChile (2014) realizó un análisis de las características de los canales de distribución de las empresas Walmart de México, Grupo Comercial Chedraui, Organización Soriana y Controladora Comercial Mexicana. En su análisis encuentra que se presentan oportunidades para aquellos productos que sean de alta rotación, fáciles de consumir y en presentaciones que se adapten a los distintos formatos.

Estos productos han marcado tendencia en el comportamiento de consumo en México. Por ello, es que existe una oportunidad de venta a los principales canales de distribución de supermercados en el país. Pero se requiere evaluar si se llegará directamente al supermercado o a través de un distribuidor/mayorista, estar dispuesto a aceptar las condiciones de pago, entre otras cuestiones.

Bocanegra y Vázquez (2012) realizan una contrastación de la productividad y su expresión en competitividad en el mercado de las tres cadenas líderes del comercio minorista en México: Walmart, Soriana y Comercial Mexicana. Realizan un análisis de la productividad por personal ocupado, por establecimiento y por metro cuadrado en área de ventas; además de las variables, ingresos por ventas, número de establecimientos, personal ocupado, monto de inversión anual y porcentaje de participación de cada una de las empresas en el total de ingresos de los supermercados en México de 2002 a 2010.



Los resultados a los que llegan es que el comercio minorista tiene sus peculiaridades en cada país o región donde se localice. Esto se manifiesta en los contrastes entre las tres cadenas de empresas líderes del comercio minorista en México, donde el dominio competitivo de Walmart está en relación con la supremacía en ingresos por ventas, número de establecimientos y de empleados. Como consecuencia, todo ello le garantiza la posición casi monopólica del mercado minorista mexicano. Y sus baluartes son, influir en los hábitos de consumo locales, explotar al máximo el uso de las tecnologías de la información y la comunicación y efectuar diversas estrategias para absorber empresas del mismo giro.

Castañeda (2012) analiza la competencia en precios entre supermercados. Para ello toma como referencia a las empresas, Al Precio, Meso, Super G, UNAM, Sumesa, HEB, Bodega Comercial, Superama, Chedraui, Bodega Aurrera, Comercial Mexicana, Walmart y Soriana.

Su análisis indica que los EBITDA de Walmart son considerablemente más altos que los de sus rivales. Esto puede ser por eficiencias que alcanza la empresa. Parece mostrar que Walmart no esté asociada con precios bajos. Más aún, cadenas que compiten en precios con Walmart fijan precios más altos en las regiones en las que Walmart tiene más tiendas. Adicionalmente, en los precios promedio por tienda, Walmart se encuentran en el espectro alto del rango de precios. Las cadenas compiten de manera diferente. Cuando Comercial Mexicana y Chedraui están presentes, los precios son, en promedio, más bajos. Walmart no compite en precios; en muchos escenarios un mayor número de tiendas está asociado con un mayor precio por parte de los rivales.

En particular, es posible que los costos de distribución sean más altos en donde Walmart está presente; esto podría ser una explicación de los precios altos. Sin embargo, los supermercados no nada más compiten en precios, sino que también compiten en calidad. Por lo que los precios no son el único indicador de competencia. Y se encontró que cuando hay más cadenas compitiendo en un mercado relevante se encuentran menores precios. Por lo tanto, la convergencia de cadenas diferentes en un mismo mercado

genera mayor competencia. La contrapartida es que en aquellas regiones con pocas cadenas (o con mucha concentración de una cadena) tendrán precios más altos.

A nivel internacional, también han sido variados los estudios que se han realizado sobre este subramo. Dentro de estos trabajos encontramos el de Lira (2005) quien analiza las razones que están detrás de los cambios de la industria de supermercados, para el caso de Chile, y algunos de los efectos que se han derivado de dichos cambios, basados tanto en consideraciones teóricas como en la experiencia internacional. Tomando como análisis a las empresas Wal-Mart, Tesco y D&S.

Menciona que el sector distribución ha experimentado profundos cambios, siendo sus principales características, la concentración de la industria, el auge de los hipermercados y las políticas de precios bajos para los consumidores finales.

También menciona que los avances tecnológicos en el campo de la informática han permitido optimizar los despachos de mercaderías y manejo de inventarios, generando así economías de escala y de ámbito en la industria de la distribución. La concentración de la industria de la distribución produce un desplazamiento de poderes desde los proveedores hacia los distribuidores. La concentración de la industria favorece también al desarrollo de las marcas propias, lo cual es una manera de diferenciarse respecto de sus competidores.

Durán y Kremerman (2007) realizan un análisis a los Centros Comerciales Sudamericanos – CENCOSUD, Unimarc, Distribución y Servicios D&S, Supermercados Tottus – San Francisco (Falabella). El análisis versa sobre el comportamiento financiero de las empresas, siendo únicamente descriptivo.

Barmak et. al. (2012) realizan la valuación de la empresa Supermercados Peruanos S.A. a través del Método de flujo de caja descontado. Con los escenarios que analizaron se encuentran que la disminución mínima en el porcentaje del costo de venta tiene un impacto mucho mayor en los beneficios a obtener en el periodo que una disminución grande en la inversión de bienes de capital que se realizará. El costo de venta al ser un porcentaje muy importante en el flujo de la empresa, un mínimo cambio en él puede llegar

a impactar significativamente los resultados. Es por eso que la estrategia de la empresa debe ser optimizar la relación con sus proveedores para prevenir futuros cambios drásticos en los costos directos que mantienen. Además de que la empresa tiene mayor probabilidad de incrementar valor considerando las variaciones que ha presentado los últimos años respecto al costo de ventas y los gastos operativos.

La Comisión para la Defensa y Promoción de la Competencia de Honduras (2012) realizó un análisis a los Supermercados, La Colonia, Grupo Walmart, Delikatessen, PriceSmart Honduras, Stock, YIP Supermercados, Supermercados Junior, Supermercado Selecto y Supermercado La Económica. En su estudio se indica que en el sector de los supermercados ha experimentado durante las últimas décadas una expansión acelerada, diseminándose aceleradamente en toda América Latina, y pasando a constituir una opción preferente en las ventas al detalle, tanto en los países desarrollados, como de aquellos con economías emergentes. El factor determinante del dinamismo mostrado lo ha constituido el aumento en la demanda de los consumidores, que han preferido realizar sus compras en salas de venta que ofrecen una gran variedad de productos, con horarios convenientes y con mayor seguridad, característica particular de las cadenas.

De manera específica encuentran que la participación de las cadenas de supermercados se concentran en dos empresas (La Colonia y Grupo Walmart), que operan bajo formatos de supermercados e hipermercados, lo que de alguna manera vendría a contrarrestar las participaciones de otros supermercados tradicionales.

En cuanto al número de tiendas con las cuales los supermercados y/o hipermercados operan, se registra un alto grado de concentración, conforme a los estándares internacionales, principalmente en las cadenas compuestas por el Grupo Walmart y La Colonia.

Las barreras de entrada identificadas en el sector de los supermercados versan sobre distorsiones administrativas, mediante la intervención estatal, que limitan el accionar del mercado. En el sector de los supermercados, existe una notable dispersión que se presenta en la variable precios, en vista de que se comercializa una gran variedad de

productos, y los mismos varían constantemente, en función de las señales que el mismo mercado proporciona.

Equilibrium Clasificadora de Riesgo (2013) realiza un comparativo de la industria de supermercados en Perú. A través del método de la observación del mercado encuentran por un lado, que el dinamismo del sector ha venido siendo impulsado por el favorable comportamiento del consumo privado y la demanda interna, la mejora en los niveles de calidad de empleo e ingresos disponibles, y la aún baja penetración del sector en el país en comparación con otros países latinoamericanos.

Por otro lado, la favorable evolución de zonas ubicadas en la periferia de Lima Metropolitana así como en provincias, brinda espacio suficiente para que el crecimiento del sector continúe, toda vez que los niveles de penetración en estas zonas son inferiores a los observados en la capital y aún existen provincias donde el comercio moderno no ha llegado. Por lo que la industria de supermercados en Perú presenta aún muchas oportunidades y mayores retos, entre éstos el de continuar creciendo, atendiendo nuevas plazas y ampliando la cobertura para llegar a un mayor número de clientes.

## **CAPÍTULO 4: CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA EN EL CASO DEL SUBRAMO SUPERMERCADOS E HIPERMERCADOS**

### **4.1. La metodología**

Fernández (2005a) muestra que una empresa crea valor a sus accionistas cuando el retorno obtenido supera la rentabilidad exigida por ellos. Dicho en otras palabras, la empresa está creando valor cuando la rentabilidad obtenida supera las expectativas. Debiendo tener claro que aunque una empresa genere utilidades no significa que necesariamente haya creado valor.

En los tiempos más recientes la búsqueda de la medición del valor adicional, de la creación de valor generado por las empresas es una práctica desarrollada con mayor frecuencia. Esto debido a que hoy en día las empresas que cotizan en bolsa, basan su estrategia principalmente, en la consecución de dos objetivos: maximizar el beneficio y maximizar el precio de sus acciones, lo cual converge en la maximización del valor de la empresa.

El objetivo principal de los diferentes métodos de creación de valor se puede definir bajo dos puntos de vista: el accionista y la empresa.

Los accionistas llegan a la deducción que de acuerdo con el grado de riesgo que representa la inversión que están realizando exigen un retorno mínimo esperado. Para las empresas, su papel es el de ofrecer la mayor utilidad por acción (UPA) posible y de manera constante.

Se puede definir a la utilidad por acción como el punto de intersección entre las expectativas de los accionistas y la rentabilidad de la empresa, para afirmar que se está cumpliendo con el objetivo principal. Sin embargo, para poder hacerlo, necesita incorporar el costo de capital de los accionistas.

Medir la creación de valor es una decisión importante, porque éste es un indicador que evalúa el desempeño. Téllez (2001) indica que la generación de valor consiste en dos etapas muy relacionadas entre sí:

- i. La creación de valor: se refiere a ser competitivo en el mercado comercial. Esto sucede cuando la estrategia de la compañía le permite ofrecer productos o servicios que resuelvan una necesidad específica de un cliente o mercado mejor que como lo hace la competencia, a un precio que el cliente considere justo por el beneficio obtenido.
- ii. La realización de valor: se da cuando el éxito en el mercado comercial se ve reflejado en el mercado de capitales. La realización de valor consiste en dos componentes: La apreciación de la acción en el mercado<sup>9</sup> y el reparto de dividendos por parte de la empresa a los tenedores de acciones ya sea en efectivo o en acciones.

Dentro de una empresa se encuentran los denominados stakeholders, los cuales son personas interesadas en el porvenir de un negocio y que se ven beneficiados o perjudicados de acuerdo al desempeño del mismo. Los stakeholders pueden ser, empleados, acreedores, inversionistas, proveedores, el gobierno, es decir; aquellas personas afectadas directa o indirectamente por las actividades de la empresa.

Cuando los resultados contables de una empresa son positivos, generalmente todos los stakeholders ganan: el empleado percibe su sueldo por su trabajo, el gobierno cobra impuestos, el cliente satisface sus necesidades al consumir productos o servicios de la empresa, el acreedor gana al cobrar un interés sobre la deuda utilizada para financiar la operación que generó dichos bienes o servicios. No obstante, el inversionista no siempre gana, dado que desde una perspectiva económica puede perder cuando se evalúa una inversión desde una perspectiva contable.

---

<sup>9</sup> Las empresas que cotizan en bolsa rara vez tratan de maximizar el patrimonio de sus accionistas sino más bien buscan mantener estables las cotizaciones, a fin de hacer más atractivos sus títulos en términos de liquidez y seguridad, y permitirse a cambio reportar a los inversores una rentabilidad moderada. No obstante, prefieren que la tendencia sea creciente, para poder sustituir rentabilidad explícita (dividendo) por la rentabilidad implícita (incremento de patrimonio), pero se suele dar prioridad a la estabilidad.

A manera de resumen, la contabilidad únicamente refleja la historia de la empresa. Tanto los parámetros de la cuenta de resultados, que explican lo que ha sucedido en un año establecido, como los del balance que reflejan la situación patrimonial en un momento determinado del tiempo, son datos históricos. Por consiguiente, Fernández (2005b) hace referencia a que es imposible que medidas basadas en la contabilidad, como *EVA*, *CVA*, *BE*, etc. puedan medir la creación de valor.

Para llegar a la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones.

#### **4.1.1 Aumento de la capitalización de las acciones.**

La capitalización de una empresa que cotiza en bolsa es el valor de mercado de la empresa; esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones en circulación. El aumento de la capitalización en un año es la capitalización al final de dicho año menos la capitalización al final del año anterior.

$$\Delta Cap_t = (Acc_t)(P_t) - (Acc_{t-1})(P_{t-1})$$

Donde:

$\Delta Cap_t$  Incremento de la capitalización en el año  $t$ .

$P_t$  Cotización de la acción al final del año  $t$ .

$Acc_t$  Número de acciones en circulación en el año  $t$ .

#### **4.1.2 Aumento del valor para los accionistas.**

Se puede definir al aumento del valor para los accionistas como la diferencia entre la riqueza que poseen al final de un año y la que poseían al año anterior.

Conforme a Fernández, se produce un aumento de la capitalización, pero no un aumento del valor para los accionistas cuando:

- i. Los accionistas de una empresa suscriben acciones nuevas de la empresa pagando dinero.

- ii. Se produce una conversión de obligaciones convertibles.
- iii. La empresa emite acciones nuevas para la compra de otras empresas.

Y por otro lado, se produce una disminución de la capitalización, y un aumento del valor para los accionistas<sup>10</sup> cuando:

- i. La empresa paga dinero a todos los accionistas: por concepto de dividendos, reducciones de nominal, etc.
- ii. La empresa compra acciones en el mercado (amortización de acciones).

Asimismo, el aumento del valor para los accionistas se calcula del siguiente modo:

$$\begin{array}{r}
 \text{Aumento de la capitalización de las acciones} \\
 + \text{ Dividendos pagados en el año} \\
 + \text{ Otros pagos a los accionistas} \\
 - \text{ Desembolsos por ampliaciones de capital} \\
 - \text{ Conversión de obligaciones convertibles} \\
 \hline
 \text{Aumento del valor para los accionistas}
 \end{array}$$

#### 4.1.3 Rentabilidad para los accionistas.

Es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido por la capitalización al inicio del año.

$$\text{Rentabilidad para los accionistas}_t = \frac{\text{Aumento de valor para los accionistas}_t}{\text{Capitalización}_{t-1}}$$

Otro forma de calcular la rentabilidad para los accionistas es: aumento de la cotización de la acción, más los dividendos, derechos y otros cobros (reducciones de nominal, pagos especiales,...) dividido por la cotización de la acción al inicio del año.

<sup>10</sup> Cuando la empresa paga dividendos a los accionistas, éstos reciben dinero, pero también disminuye la capitalización de la empresa (y el precio por acción) en una cantidad similar.



#### 4.1.4. Rentabilidad exigida a las acciones.

Como ya se ha dicho con anterioridad, la rentabilidad exigida a las acciones (también llamada costo de las acciones) es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados.

Es decir, es la suma de la tasa de interés de los bonos del Estado a largo plazo (suelen tomarse los bonos de EU a 10 años) más una cantidad que se suele denominar prima de riesgo de la empresa y que depende del riesgo de la misma.

$$K_e = \text{Rentabilidad de bonos} + \text{Prima de riesgo de la empresa}$$

Para poder calcular el riesgo de la empresa se toma como base el enfoque que presenta William F. Sharpe<sup>11</sup>, para la valuación de los activos de capital (CAPM). El cual consiste en la relación que existe entre el rendimiento esperado y su beta; la cual mide la contribución de un valor al riesgo total de la cartera, se afirma que esta relación puede representarse por medio de la siguiente ecuación:

$$\bar{R} = R_F + \beta(\bar{R}_M - R_F)$$

Donde:

$R_M$  Rendimiento histórico del mercado.

$R$  Rendimiento esperado de un título.

$R_F$  Tasa libre de riesgo.

$\beta$  Beta del título.

Implica que el rendimiento esperado de un valor está linealmente relacionado con su beta. Debido a que el rendimiento promedio del mercado ha sido más alto que el promedio de la tasa libre de riesgo durante largos periodos,  $R_M - R_F$ , es presumiblemente positivo; lo que implica que el rendimiento esperado de un valor está positivamente relacionado con su beta.

---

<sup>11</sup> Premio Nobel de Economía en 1990 por su desarrollo del CAPM. Originalmente publicado en el artículo: "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk".

De esta forma: la nueva ecuación que emplearemos para la obtención de la rentabilidad exigida a las acciones ( $Ke$ ) de cada empresa será:

$$Ke = R_F + \beta_i(\bar{R}_M - R_F)$$

Donde:

- $R_M$  Rendimiento histórico del mercado.
- $R_F$  Tasa libre de riesgo a largo plazo.
- $\beta_i$  Beta de la empresa  $i$ .

#### **4.1.5 Creación de valor para los accionistas.**

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el costo de las acciones). Dicho de otro modo, una empresa crea valor en un año cuando se comporta mejor que las expectativas.

La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\text{Creación del valor para los accionistas } t = \text{Capitalización } t-1 \times (\text{Rentabilidad de los accionistas } t - Ke_t)$$

Consecuentemente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de las expectativas, que se refleja en la rentabilidad exigida por los accionistas.

### **4.2 Creación de valor para el accionista en el caso del subramo supermercados e hipermercados**

#### **4.2.1 Subramo supermercados e hipermercados.**

La BMV clasifica a las empresas que cotizan en ellas en sectores los cuales son:

1. Energía
2. Industrial
3. Materiales
- 4. Productos de consumo frecuente**

5. Salud
6. Servicios de telecomunicaciones
7. Servicios financieros
8. Servicios públicos
9. Servicios y bienes de consumo no básico
10. Tecnología de la información

Siendo el de productos de consumo frecuente el objeto de estudio. Este a su vez se divide en subsectores, siendo estos:

- i. Alimentos, bebida y tabaco
- ii. Productos domésticos y personales
- iii. **Venta de productos de consumo frecuente**

Las empresas que conforman al subsector Venta de productos de consumo frecuente dentro de la BMV son las siguientes:

Cuadro 1: Empresas que conforman al subsector Venta de productos de consumo frecuente

Clave de la emisora	Razón social
AH	KONINKLIJKE AHOLD NV
ARYN	ARYZTA AG
CA	CARREFOUR
CBD	COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO GRUPO PAO DE ACUCAR
CHDRAUI	GRUPO COMERCIAL CHEDRAUI, S.A.B. DE C.V.
CNCO	CENCOSUD, S.A
COMERCI	CONTROLADORA COMERCIAL MEXICANA, S.A.B. DE C.V.
COST	COSTCO WHOLESALE CORP.
DIDA	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN S.A.
DLTR	DOLLAR TREE, INC.
EBRO	EBRO FOODS, S.A.
GIGANTE	GRUPO GIGANTE, S.A.B. DE C.V.
MRW	WM MORRISON SUPERMARKETS PLC
SBRY	J SAINSBURY PLC
SORIANA	ORGANIZACION SORIANA, S.A.B. DE C.V.
SVU	SUPERVALU INC.
TSCO	TESCO PLC
WALMEX	WAL - MART DE MEXICO, S.A.B. DE C.V.
WFM	WHOLE FOODS MARKET, INC.
WMT	WAL-MART STORES, INC.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores [http://www.bmv.com.mx/es/Grupo\\_BMV/Informacion\\_de\\_emisora/](http://www.bmv.com.mx/es/Grupo_BMV/Informacion_de_emisora/)

Sin embargo de ellas nos avocaremos a estudiar las pertenecientes al ramo de Venta de productos de consumo frecuente, Subramo supermercados e hipermercados. Por lo cual las empresas que conforman la muestra son:

Cuadro 2: Empresas que conforman al Subramo supermercados e hipermercados

Clave de la emisora	Razón social
CHDRAUI	Grupo Comercial Chedraui, S.A.B. de C.V.
COMERCI	Controladora Comercial Mexicana, S.A.B. de C.V.
GIGANTE	Grupo Gigante, S.A.B. de C.V.
SORIANA	Organización Soriana, S.A.B. de C.V.
WALMEX	Wal - Mart de México, S.A.B. de C.V.

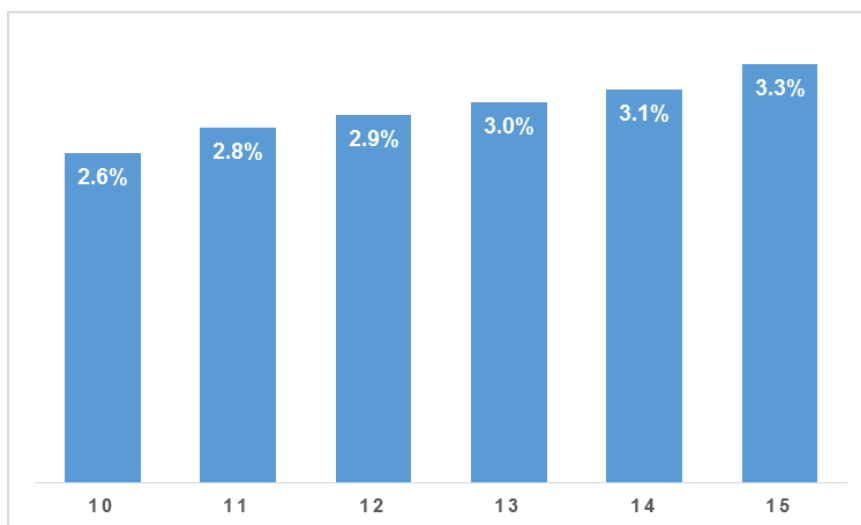
Fuente: Bolsa Mexicana de Valores [http://www.bmv.com.mx/es/Grupo\\_BMV/Informacion\\_de\\_emisora](http://www.bmv.com.mx/es/Grupo_BMV/Informacion_de_emisora)

### 4.3 Comportamiento de las empresas del Subramo supermercados e hipermercados

#### 4.3.1. Importancia del sector

Según datos de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD, 2015) la contribución de las tiendas de autoservicio y departamentales a la actividad económica (PIB) en 2015 fue del 3.3% (Gráfica 1).

Gráfica 1. Participación de la ANTAD en el PIB, 2015  
Porcentaje



Fuente: Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (2015)

La importancia de la existencia y expansión de las tiendas de autoservicio y departamentales en el país contribuye a la creación de empleos. Según la clasificación que realiza el Instituto Mexicano del Seguro Social y de acuerdo con los últimos datos de la Procuraduría Federal del Consumidor (López, 2013), en estos dos tipos de tienda, se generaron en 2011 alrededor de 44 mil empleos. Además, se crea un efecto multiplicador en actividades relacionadas con las promociones, seguridad, servicios y logística, entre otros. En su conjunto, estas actividades complementarias crearon un total de 3 millones 380 mil empleos en 2012.

La ANTAD no cesa de denunciar al comercio ilegal o informal, así como al contrabando, severos frenos al desarrollo competitivo. El uso de tarjetas y vales electrónicos ha sido promovido por la Asociación para canalizar el consumo hacia el comercio formal.

El año de 2009, a pesar de que la economía nacional se desplomó en 6.1%, las ventas del sector aumentaron 2.1% en términos reales. En los años sucesivos registraron un repunte de 4.9% en el 2010, 7.8% en 2011 y de 6.5% en el 2012. (ANTAD, 2012). Debido al bajo crecimiento económico del 2013, se tuvo que realizar inversiones en nuevas tiendas, por lo que sólo se registró un aumento –en torno al uno por ciento– en las ventas en términos reales del nuestro sector. (ANTAD, 2013).

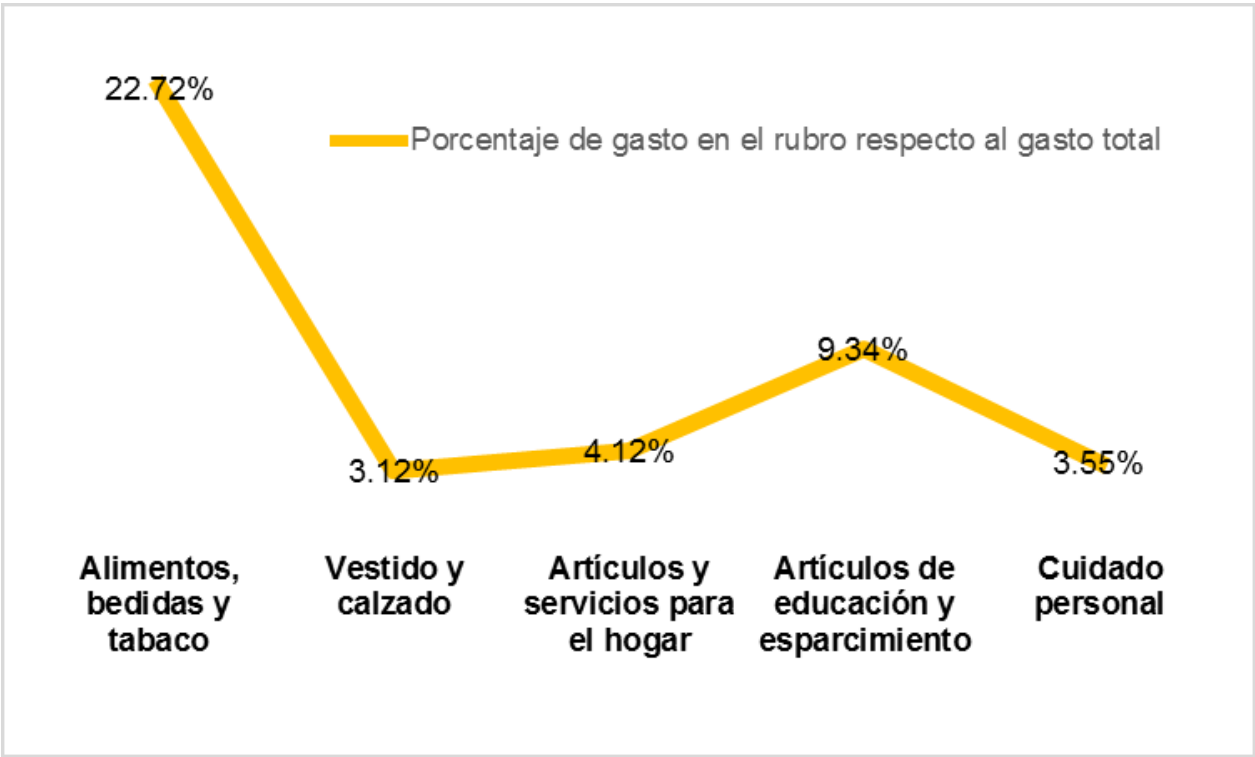
Las tiendas departamentales y de autoservicio representan los establecimientos donde las familias mexicanas gastan continuamente para adquirir diversos bienes. Muchos de los alimentos, bebidas y tabaco, son adquiridos en supermercados. De acuerdo con datos de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH, 2014) elaborada por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), de los 31 millones 622 mil 892 hogares contabilizados en México, 99.53% realizan gastos en este rubro. Es decir, 31 millones 473 mil 433 hogares destinan 22.72% de su ingreso para comprar diversos alimentos y bebidas, entre otros.

En estos establecimientos, así como en tiendas departamentales algunas familias también compran vestido y calzado, según la ENIGH, el 77.06% destinan 3.12% de su

ingreso es estos bienes. En estas tiendas se adquieren artículos y servicios para el hogar; destinando un 4.12%.

Los artículos de educación y esparcimiento forman parte de la oferta de los supermercados, en los que el 70.59% de las familias contabilizadas en la ENIGH (2014), gastan 9.34% de su ingreso. En supermercados y minisupers también se ofertan artículos para el cuidado personal. Cada mes las familias gastan en este rubro 3.55% de su ingreso (Gráfica 2).

Gráfica 2. Gasto total mensual por rubro  
Porcentaje



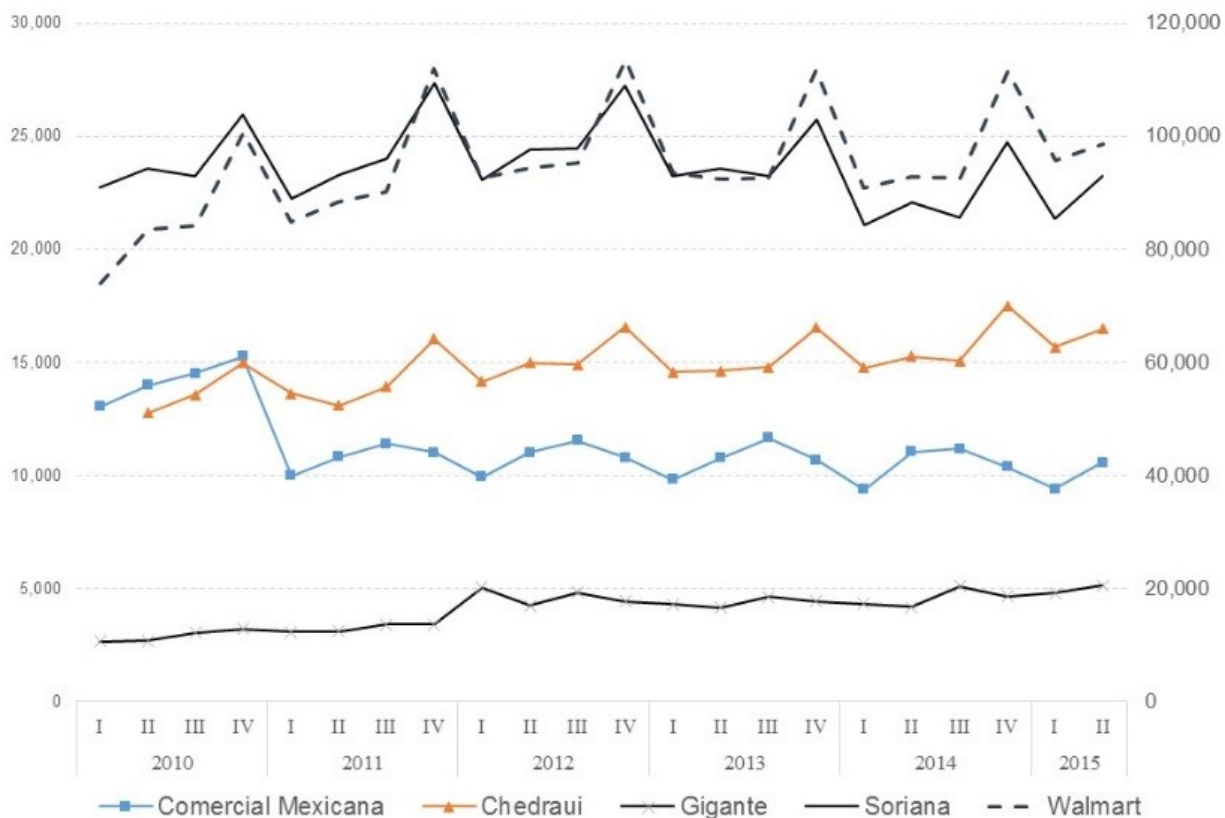
Fuente: Elaboración propia con datos de ENIGH (2014).

### 4.3.2. Comportamiento de las empresas del Ramo de los Supermercados e Hipermercados

En 2010, Chedraui inauguró 13 nuevas tiendas y adquirieron 13. Durante este ejercicio sus ingresos crecieron 10.2% en relación a 2009 y la utilidad neta consolidada fue superior en 4.0% en comparación al año anterior.

Comercial Mexicana por su parte cumplió con la encomienda de llevar a término su proceso de reestructura financiera. En mayo llegaron a un acuerdo con casi todos sus acreedores y en junio aprobaron la reestructura propuesta por sus accionistas. Con respecto a las ventas netas estas se incrementaron 1.5% con relación a 2009. Su utilidad neta consolidada de 2010 fue dos veces superior a la del año previo. En este año invirtieron 565 millones de pesos (mdp) en proyectos de inversión de capital. Abrieron una nueva tienda y un Restaurante. A finales de 2010 cerraron un Restaurante.

Gráfica 3. Ventas de las Empresas del ramo Supermercados e Hipermercados. Millones de pesos constantes de 2010.



Fuente: Elaborada con base a informes trimestrales de las empresas

Grupo Gigante en su rubro de Office Depot abrió 21 tiendas. Asimismo adquirió la división de suministros de papelería y equipo de oficina de Grupo Carvajal, adicionando siete centros de distribución con venta, con presencia en México, Costa Rica, El Salvador y Colombia. En Colombia al cierre de 2010 terminaron con 14 unidades.

En Toks al cierre de 2010 contaban con 91 restaurantes. Super Precio abrieron 106 tiendas y de the Home Store abrieron cuatro tiendas. Dentro de las ventas registraron un incremento del 21.5% en tanto a la utilidad neta también se observó un aumento de 4.4%.

Con respecto a Soriana, al cierre del año contaba con 508 tiendas. Realizó la apertura de 38 nuevas unidades, adicionalmente de dos unidades que fueron totalmente remodeladas. Incursionaron en un nuevo formato de tienda con la apertura de Soriana Express, con el propósito de atender las necesidades de consumo de poblaciones menores a los 60,000 habitantes con un nivel socio-económico medio-bajo a bajo.

En tanto, las ventas consolidadas de Wal-Mart alcanzaron los 334,511 mdp, impulsado por la adquisición de Wal-Mart Centroamérica y por la apertura de 297 unidades de todos sus formatos. Con estas aperturas cerraron 2010 con 2,279 unidades en operación. Las ventas de México ascendieron a 295,574 mdp y Centroamérica registró ventas por 45,976 mdp. Como producto de su plan de crecimiento, automatizaron dos centros de distribución con una inversión de más de 1,000 mdp.

En línea con sus metas de su plan de sustentabilidad, a partir de este año comenzó a operar el parque Eólico Oaxaca I, Lamata la ventosa, con lo cual 348 tiendas se alimentaban de energía limpia. En 2010 invirtieron la cifra récord de 13,130 mdp en la apertura de 297 unidades, en la remodelación de más de 130 tiendas y en la ampliación y modernización de su red de logística.

En México abrieron 267 unidades, alcanzando 1,730 tiendas en operación. En lo que respecta a la operación en Centroamérica, incrementaron 30 unidades. Con estas aperturas, tenían 549 unidades en operación.

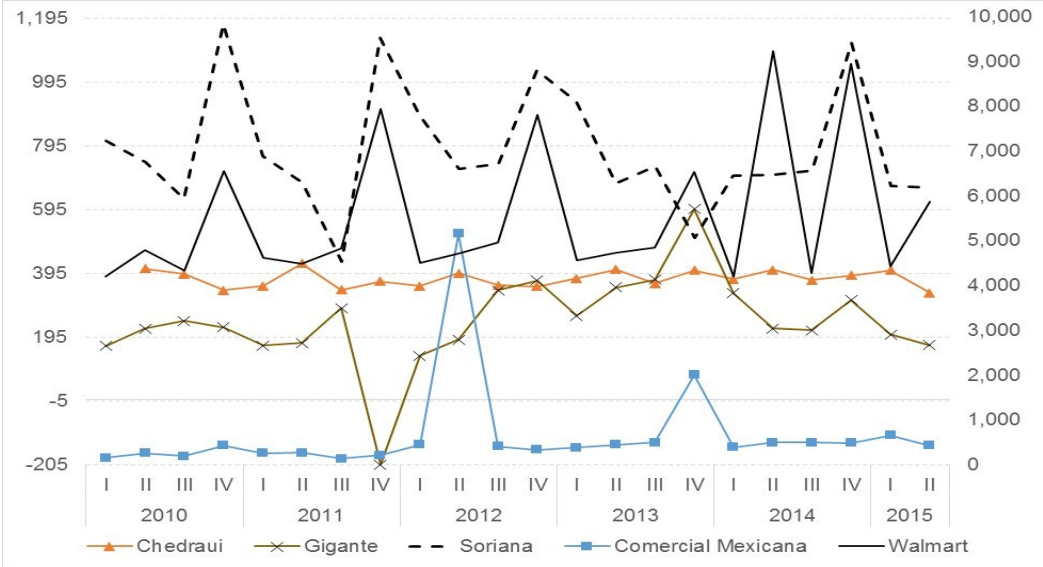


Durante 2011 en Chedraui el crecimiento se centró en la apertura de 22 Tiendas Chedraui y cinco Súper Chedraui, entre las cuales, una Tienda Chedraui y un Súper Chedraui fueron bajo el concepto *Selecto*<sup>12</sup> así como la remodelación de ocho tiendas, de las cuales tres sucursales se convirtieron al concepto *Selecto*.

En cuanto al segmento de autoservicios en Estados Unidos, se puede resaltar que consolidaron el crecimiento que se obtuvo en 2010 con la compra de las tiendas Fiesta Foods y la puesta en marcha de un Centro de Distribución. Los ingresos del Grupo crecieron 12.9% en relación a 2010, la utilidad neta consolidada fue superior en 4.6% a los obtenidos en 2010.

2011 para Comercial Mexicana, fue el primero de una nueva etapa de la empresa, con un alto nivel de apalancamiento. Tomaron la decisión de cerrar tres tiendas Megas y una Bodega Comercial Mexicana, además del cierre de un Restaurante California. Las ventas totales alcanzaron un incremento de 4.9%, con relación a 2010 y la utilidad neta consolidada de 2011 fue de 867 mdp. Utilizando parte del flujo operativo generado para reducir el nivel de apalancamiento, redujeron en forma neta casi 1,000 mdp.

Gráfica 4. Utilidad neta de las Empresas del ramo Supermercados e Hipermercados. Millones de pesos constantes de 2010.



Fuente: Elaborada con base a informes trimestrales de las empresas

<sup>12</sup> Este concepto, está dirigido a un sector socio-económico más alto de la población.

Abrieron tres tiendas, dos restaurantes e inauguraron su tercera tienda City Market. Invirtieron 919 mdp en proyectos de inversión de capital, casi el doble que en 2010 y remodelaron una tienda Mega.

Para Grupo Gigante, en lo que respecta a Office Depot de México, cerró el año con 241 unidades entre tiendas y centros de distribución en siete diferentes países. En Super Precio a lo largo de 2011 se soportó la operación logística con SAP y registraron 65 aperturas. En sus restaurantes, su proceso de expansión para el periodo 2011–2012 contemplo la apertura de 22 unidades. Se abrieron cinco tiendas the Home Store. Cerraron el ejercicio con ingresos totales 15.6% superior al del año anterior. Con lo que respecta a la utilidad neta casi se redujo a la mitad.

Al cierre de 2011 Soriana disminuyó su deuda con costo en 1,509 mdp. Además contaba con 558 tiendas. Abrieron 50 nuevas tiendas, así como la remodelación de dos, lo que represento una inversión superior a los 3,200 mdp. Durante el mes de septiembre celebraron la inauguración de la primera tienda de formato Soriana Súper bajo un concepto de tienda especializado y dirigido a los segmentos de la población de mayores ingresos.

Por su parte, para Wal-Mart, en México las ventas ascendieron a 329,690 mdp. Incrementaron 365 unidades, Sam's Club abrió 16 clubes. En Centroamérica, realizaron diversos cambios y fuertes inversiones: Abrieron 76 unidades. Convirtieron todos los hipermercados en Wal-Mart Supercenter. Las ventas crecieron 13.3% respecto al año anterior.

En 2012 Chedraui llego a la apertura de 15 nuevas tiendas, además de estas inauguraciones, durante el periodo llevaron a cabo remodelaciones en ocho sucursales; de ellas, cuatro fueron convertidas a Selecto. Durante este ejercicio compraron ocho tiendas en los Ángeles e inauguraron una más. Sus ingresos crecieron 11.2% en relación a 2011. La utilidad neta consolidada fue inferior en 1.1% a lo obtenidos en 2011.

Comercial mexicana logró reducir drásticamente el nivel de apalancamiento que mantenía desde 2008. Al cierre de 2011 la deuda de la empresa disminuyó 15,765 millones. Para reducir la deuda tomaron la decisión de vender la participación accionaria en Costco de México y utilizaron el flujo de efectivo generado de la operación para bajar el nivel de apalancamiento.

El 14 de junio de 2012 Controladora Comercial Mexicana anunció el acuerdo con su socio Costco, para vender el 100% de su participación accionaria en Costco México en 10,650 mdp más el pago de un dividendo en efectivo a Controladora Comercial Mexicana por a 2,400 mdp.

Durante el año invirtieron cerca de 1,000 mdp en proyectos de inversión de capital. Abrieron cuatro nuevas unidades, también abrieron un centro comercial y una plaza comercial. Además remodelaron una tienda Mega. Las ventas totales se incrementaron 5.2%, con relación a 2011. La utilidad neta consolidada de Controladora Comercial Mexicana de 2012 ascendió a 6,657 mdp que incluyen 5,090 mdp de utilidad extraordinaria por la venta de las acciones de Costco de México.

2012 es un año de gran importancia para Grupo Gigante, en su rubro de Office Depot, abrieron 17 tiendas. The Home Store, abrieron dos nuevas sucursales. Toks, abrieron 12 establecimientos, además de expandirse con el nuevo concepto Panda Express, aperturando cinco restaurantes y diversificándose con la inauguración de tres unidades Cup Stop.

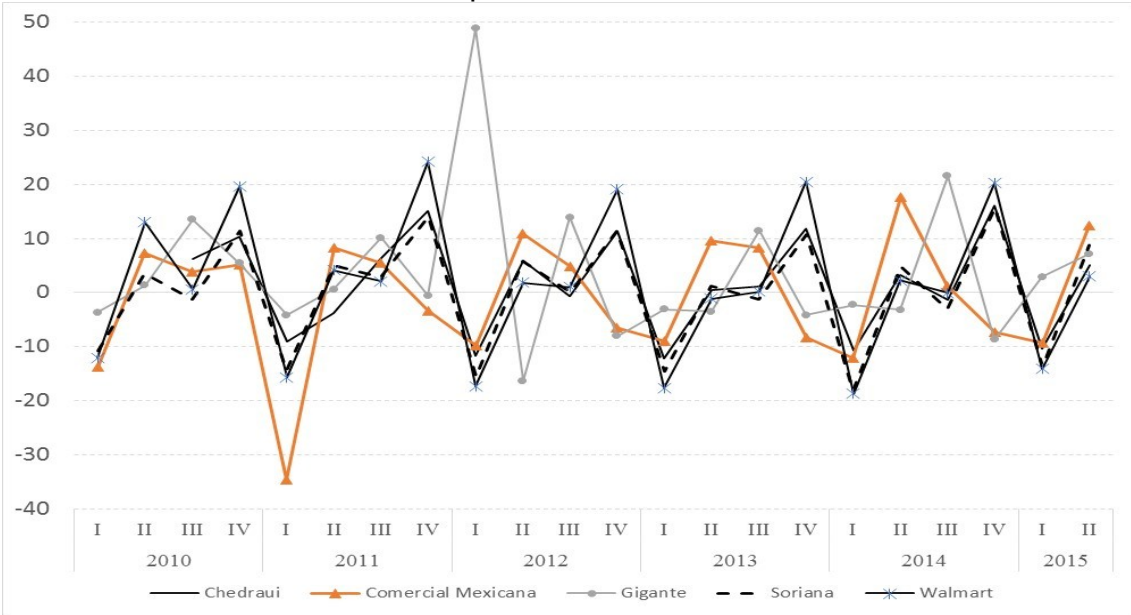
En junio la empresa firmó un contrato para la venta del total de las acciones de Tiendas Súper Precio, culminando en octubre. Anunciaron un acuerdo con la cadena Tiendas Neto, mediante el cual se procede a la venta de su negocio Tiendas Súper Precio, la transacción incluyó la transferencia de personal y de los activos netos de esta operación. La venta comprendió 451 tiendas de autoservicio. Con ingresos totales 8.9% superior al año anterior y con un incremento significativo del 36.3% en la utilidad neta.

Por su parte Soriana en el aspecto financiero, gracias a una rigurosa política de control del gasto operativo obtuvieron una utilidad neta que supero en 10.6% al monto alcanzado en el ejercicio anterior. Puso en marcha 50 nuevas tiendas. Se dio una reducción en la deuda neta con costo en un 54% equivalente a 1,780 mdp. Durante el 2012 el monto reinvertido en el país ascendió a 3,471 mdp. Dichos recursos fueron destinados a la compra de terrenos, a la construcción y puesta en marcha de las nuevas unidades, remodelaciones y tecnología.

Wal-Mart, abrió 285 unidades de todos sus formatos. En México, abrieron 263 unidades. Del formato Mi Bodega Aurrera abrieron 29 unidades y de Bodega Aurrera Express 164 unidades. Banco Wal-Mart creció 47% en su saldo de captación y el total de ingresos ascendió a 361,789 mdp.

En Centroamérica, remodelaron 23 supermercados en la región. Convirtieron las tiendas Maxi Bodegas a Maxi Descuentos. El total de ingresos registró un crecimiento de 7.7% y la capacidad instalada aumentó en 22 unidades de todos sus formatos. A nivel consolidado: el total de ingresos registró 418,051 mdp y con una inversión de 14,660 mdp, abrieron 285 unidades.

Gráfica 5. Crecimiento de los ingresos por ventas  
Tasa porcentuales reales



Fuente: Elaborada con base a informes trimestrales de las empresas

En lo que respecta a su logística y distribución, inauguraron un nuevo centro de distribución para Bodega Aurrera Express y en Centroamérica, convirtieron a Sistemas Wal-Mart cuatro de nueve instalaciones.

Durante el 2013 en Chedraui siguieron fortificando su estrategia de crecimiento con la puesta en marcha de 13 nuevas sucursales. Sus ingresos crecieron 3.8% con relación a 2012, al tiempo que la utilidad neta consolidada alcanzó un nivel superior en 10.6% a los obtenidos en 2012.

Por su parte Comercial Mexicana recuperó cuentas por cobrar por 1,640 mdp lo que les permitió invertir en proyectos de inversión de capital. Abrieron tres nuevas unidades, además remodelaron una tienda Mega y una tienda Comercial Mexicana. Conviertieron una tienda Comercial Mexicana al formato Fresko. En el rubro de las ventas totales se incrementaron 3.1%, con relación a 2012. Pagaron gran parte de la deuda, lo que permitió disminuir el gasto financiero a 156 mdp de 818 mdp que se pagaron en 2012.

Grupo Gigante, en su ramo de Office Depot México, adquirió el 50% restante de su participación accionaria. Tenían 263 tiendas repartidas en siete países y abrieron seis nuevas unidades. En the Home Store añadieron tres nuevas sucursales. Restaurantes Toks abrió 12 nuevos restaurantes, para finalizar 2013 con 121 unidades. De Panda Express inauguraron 13 nuevas unidades, para llegar a un total de 20 unidades. Cup Stop contaba con ocho unidades. Reportaron ingresos totales 1.6% superior al año anterior, y en lo que respecta a la utilidad neta se presentó un incremento significativo del 58.4% en 2013.

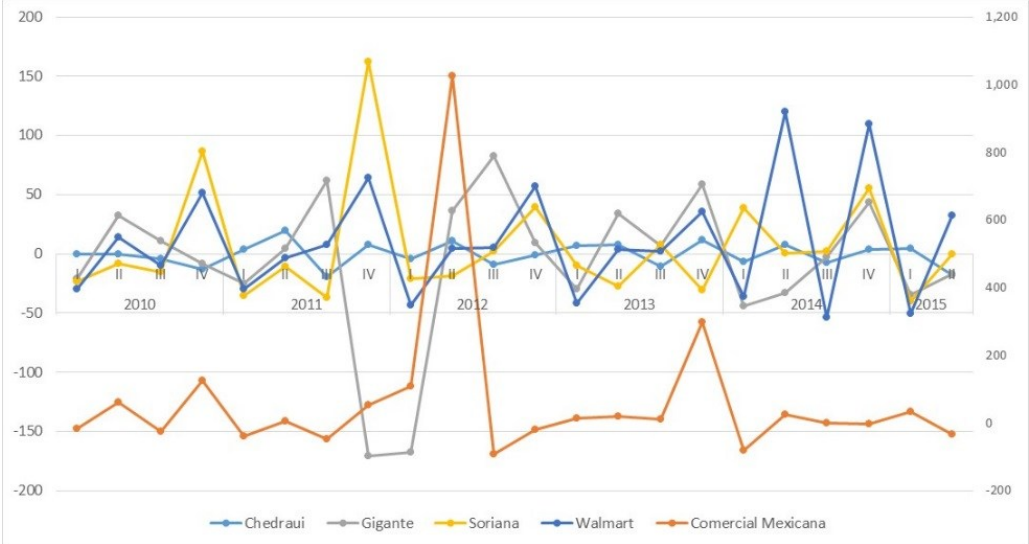
En lo que respecta a Soriana, gracias a la preferencia de sus clientes inauguraron 53 nuevas tiendas. Asimismo, llevaron a cabo la apertura de un nuevo centro de distribución de producto perecedero y realizaron la remodelación de 15 unidades. Alcanzaron ventas que superan los 105,000 mdp. Invirtieron más de 3,600 mdp.

Como una parte fundamental de su plan de transformación concluyeron su primer parque eólico en conjunto con la empresa mexicana GEMEX y la empresa de inversión Suiza, Grupo ECOS, el cual consta de 30 aerogeneradores con una capacidad nominal de 1.8 MW cada uno. Mismo que se preveía comenzará a abastecer a 163 tiendas de su cadena durante el primer trimestre del 2014. Además de entrar en operación dos parques eólicos adicionales que abastecerán a 197 tiendas.

Para Wal-Mart, a nivel consolidado obtuvieron un incremento en los ingresos totales de 3.2%. Inversión en activo fijo por 13,987 mdp, destinados a la apertura de 235 unidades, remodelaciones y mantenimiento de su capacidad instalada. En México, la capacidad instalada aumentó 214 unidades. En Centroamérica, la capacidad instalada creció 21 unidades. En Bodegas y Tiendas de descuento durante este año, abrieron 183 tiendas nuevas. Para Supermercados aumentaron cinco unidades más. En Sam's Club durante el año inauguraron 14 clubes y en Suburbia abrieron 10 nuevas tiendas.

Para 2014, los ingresos Chedraui crecieron 7.5% en relación a 2013. Además cabe mencionar que en México abrieron tres tiendas, una de los cuales es un Súper Chedraui Selecto en Cancún, Quintana Roo. Y en Estados Unidos aumentaron su número de sucursales mediante la apertura de cuatro nuevas tiendas. La utilidad neta consolidada alcanzó los 1,762 mdp, 3.2% superiores a los obtenidos en 2013 (Gráfica 6).

Gráfica 6. Crecimiento de las utilidades netas. Crecimiento porcentual real



Fuente: Elaborada con base a informes trimestrales de las empresas

Comercial Mexicana invirtió cerca de 1,103 mdp. En el transcurso de 2014 abrieron cinco nuevas unidades. Además, remodelaron un City Market. Realizaron inversiones en mantenimiento y renovación de equipo. En lo referente a los resultados operativos del año, las ventas totales alcanzaron 47,854 mdp, 1.7% más en relación a 2013. Pagaron 1,000 mdp de deuda financiera con lo cual se redujo a 1,940 mdp. La utilidad antes de impuestos pasó de 2,745 mdp en 2013 a 3,092 mdp.

En agosto de 2014 se inició la venta de las operaciones de 46 Restaurantes California y siete Beer Factory a Restaurantes Toks S.A. de C.V., subsidiaria de Grupo Gigante S.A.B. de C.V. Este proceso concluyó en marzo de 2015. En enero de 2015 llegaron a un acuerdo con Organización Soriana, S.A.B. de C.V. mediante el cual venderán a ésta el negocio y operación de 159 tiendas de autoservicio tanto de su propiedad como rentadas de los formatos Mega, tiendas Comercial Mexicana, Bodega Comercial Mexicana y Alprecio, y un contrato de renta para una tienda por abrir por un monto de 39,194 mdp.

Como resultado de esta operación, Soriana adquirirá a través de una oferta pública, las acciones de un grupo de sociedades que operarán 118 tiendas propias, 41 rentadas, tres centros de distribución, 18 reservas territoriales así como otras propiedades inmobiliarias y un contrato de renta por abrir. Asimismo, le otorgarán a Soriana una licencia para el uso de la plataforma tecnológica y los sistemas de información por tres años y los derechos de uso de la marca tiendas Comercial Mexicana y el logotipo emblema de la compañía por dos años.

Por su potencial crecimiento y rentabilidad los formatos City Market, Fresko, Sumesa y algunas otras tiendas, no forman parte de la venta y se mantendrán operados por la administración actual de Controladora Comercial Mexicana. Mantendrán la propiedad de 40 tiendas, un centro de distribución, dos reservas territoriales y otras propiedades inmobiliarias.

Para Grupo Gigante en cuanto a sus resultados financieros durante el 2014, tuvieron ingresos totales superiores al año anterior por un 8.6%, la utilidad neta de operaciones

continuas registró una disminución del 29.2% comparativamente al ejercicio previo, fundamentalmente derivada de un incremento en los costos financieros, con gran influencia del tipo de cambio.

En lo que respecta a su subsidiaria Office Depot siguieron su plan de crecimiento, con la apertura de 14 tiendas en México y una más en Centroamérica, además adquirieron los derechos para desarrollar en el Caribe su modelo de negocios, incorporando una tienda y un Centro de Distribución en República Dominicana, siendo éste el país número ocho donde la cadena tiene presencia. A inicios del segundo trimestre del año adquirió Casa Marchand, compañía dedicada a la venta de artículos escolares con 23 unidades de negocio en México y con amplia presencia en el Distrito Federal y ocho estados de la República Mexicana. Ya consolidada la operación, abrieron una unidad más, finalizando el año con 24 tiendas.

Toks llevó a cabo la remodelación de tres restaurantes y la apertura de 13 más, además en el tercer trimestre de 2014 Grupo Gigante anunció la adquisición de 46 restaurantes California y siete Beer Factory. Panda Express, inauguró ocho sucursales a lo largo de 2014 y para 2015 se contempla la apertura de cinco sucursales más.

Al cierre de 2014 Soriana, contaba con 674 tiendas distribuidas en toda la República Mexicana. Realizaron una inversión que ascendió a 3,030 mdp, los cuales fueron canalizados para la apertura de 16 tiendas. Asimismo, llevaron a cabo la remodelación de 17 unidades y la actualización de más de 450 tiendas. En ese mismo sentido, invirtieron en el mejoramiento de la red de distribución y en la infraestructura tecnológica. Adicionalmente, se destaca la reducción a un saldo cero en la deuda con costo de la Compañía. Además de la adquisición de las 160 tiendas de Comercial Mexicana.

Los ingresos totales de Wal-Mart se incrementaron 4.1% comparado con el año anterior. La utilidad neta se incrementó 34.0% comparado con el año anterior. En el año invirtieron 12,691 mdp en la expansión y modernización de sus tiendas. Inauguraron 132 unidades en 2014. En México creció su capacidad instalada, con 100 nuevas tiendas. Paralelamente, en Centroamérica abrieron 32 nuevas unidades.



En mayo concretaron la operación referente a la venta de la división de restaurantes a ALSEA, la cual incluyó un total de 361 restaurantes de los cuales 263 son Vips, 92 unidades el Portón y seis unidades Ragazzi. En diciembre, llegaron a un acuerdo con Grupo Financiero Inbursa, S.A.B. de C.V. para que éste adquiriera el 100% de Banco Wal-Mart.

#### 4.4 Creación de valor para el accionista

##### 4.4.1 Capitalización (valor de mercado) de las empresas

La capitalización de una empresa que cotiza en bolsa es el valor de mercado de la empresa; esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones en circulación en cierto momento.

Al 31 de diciembre de 2009, las empresas que conforman al Subramo supermercados e hipermercados de la BMV tenían una capitalización de 538,701 Millones de pesos (Mdp) y para junio de 2015, la capitalización alcanzaba 866,842 Mdp (cuadro 5), 61% más que diciembre de 2009. Siendo la empresa de mayor capitalización a 2015 Wal-Mart de México con el 76.3% del total, seguida por Soriana con el 7.3%, y Chedraui con 6.7%.

Cabe destacar aquí que a inicios de 2010 no cotizaba en la BMV Grupo Comercial Chedraui, iniciando su cotización en mayo del mismo año.

Cuadro 3. Valor de capitalización de las empresas del subsector Venta de productos de consumo frecuente de la BMV. Millones de pesos.

EMPRESA	Capitalización	
	31 diciembre 2009	31 julio de 2015
Grupo Comercial Chedraui	n.d	58,361,302
Controladora Comercial Mexicana	31,828,546	43,019,625
Grupo Gigante	18,552,425	40,763,321
Organización Soriana	57,527,082	63,324,000
Wal - Mart de México	447,769,454	661,374,125

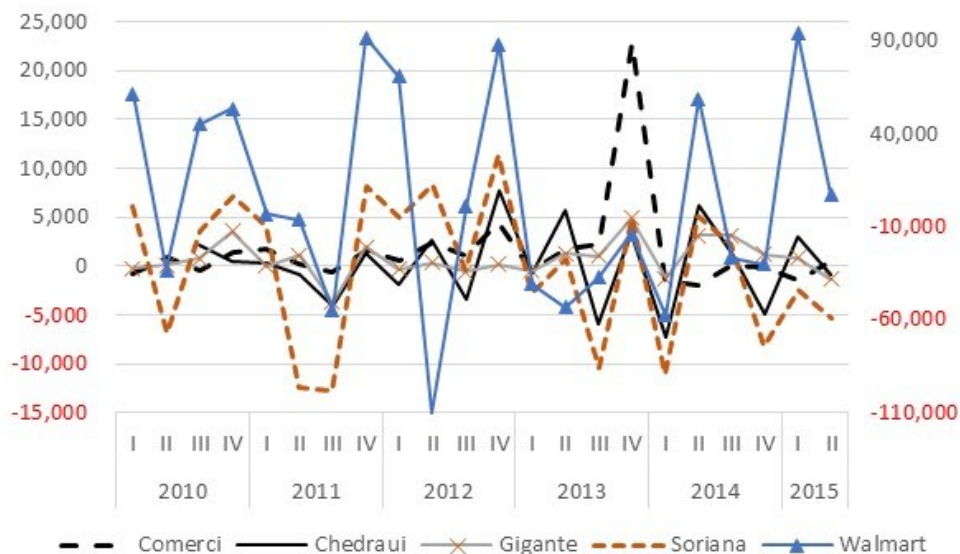
Fuente: Informes anuales de las empresas, Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V.

#### 4.4.2 Aumento de la capitalización de las acciones

Al analizar el valor de capitalización de las empresas se observa que salvo Gigante y Comercial Mexicana, las empresas han experimentado una elevada volatilidad, siendo más visual en el caso de Wal-Mart (Gráfica 7), situación que puede ser atribuible a la volatilidad experimentada por el precio de su acción a lo largo del periodo de estudio, el cual de 2010 a finales de 2012 presenta una pendiente positiva, para posteriormente durante 2013 a finales de 2014 presentar una tendencia negativa, mejorando en 2015 (Gráfica 8).

Destaca el comportamiento observado por la Comercial Mexicana en el cuarto trimestre de 2013, periodo en el que el precio de su acción se incrementó 258%<sup>13</sup>, contrastando con el comportamiento experimentado en todo el periodo.

Gráfica 7. Aumento del valor de la capitalización.  
Millones de pesos (2010 = 100)



Fuente: Elaborado con base a datos de los informes trimestrales de las empresas

<sup>13</sup> En el cuarto trimestre de 2013 la empresa presentó un efecto fiscal extraordinario que se originó por dos causas:

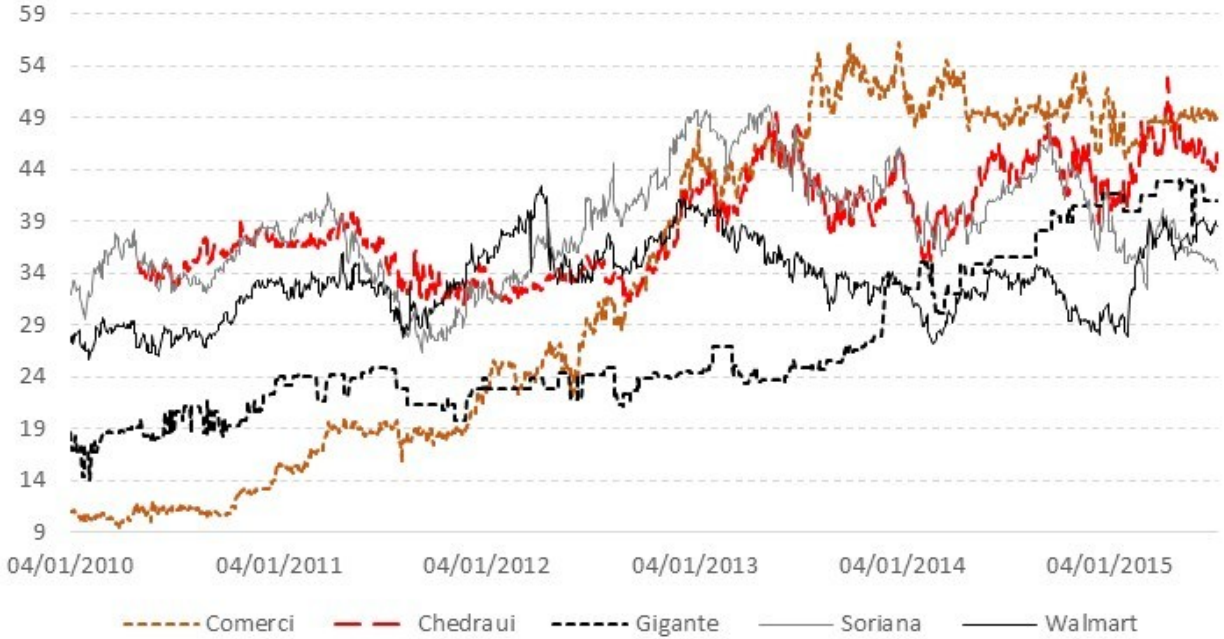
- Instalación de saldos fiscales finales y cancelación de provisiones. En el cuarto trimestre de 2013 la empresa instaló en el activo del balance los saldos de pérdidas fiscales individuales por 3,196 mdp, que son mayores al saldo de la pérdida que se tenía a nivel consolidado por 2,050 mdp. Asimismo se cancela el exceso de la provisión de impuestos que se tenía. Este movimiento permite a la empresa tener la certeza de un activo que va a poder ser utilizado en años futuros.
- Desconsolidación fiscal por efecto de la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta.

En el estado de situación financiera se instalaron los saldos fiscales del impuesto sobre la renta por desconsolidación, que asciende a 1,791 mdp que de acuerdo a la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta debería ser pagado en 5 años.

La justificación de la oscilación y finalmente en la disminución en el valor de capitalización de las empresas puede encontrarse en la alta volatilidad experimentada en el precio de las acciones de estas empresas durante 2014 y el primer trimestre de 2015 (Gráfica 8) esto como consecuencia de la incertidumbre generada en los mercados internacionales.

Dicho comportamiento contrasta con el obtenido en el periodo 2010 a 2013, años en los que se obtuvieron comportamientos positivos en el precio de las acciones para cada una de las empresas, cuando recién había culminado la crisis financiera.

Gráfica 8. Precio de las acciones de las empresas del ramo de las telecomunicaciones 2010 – 2015 (Pesos por acción).



Fuente: <http://mx.finance.yahoo.com/>

Ahora bien, si analizamos el periodo en forma conjunta observaremos que Wal-Mart fue la empresa quien experimentó la mayor capitalización en términos reales, 101,669 mdp (base 2010), seguida por Comercial Mexicana (34,783 mdp) y Gigante (15,734 mdp). Contrastando a ello, Soriana fue la empresa quien experimento un comportamiento negativo, disminuyendo su valor de capitalización en 5,605 mdp. La razón se encuentra en el hecho de que si bien, mantuvo fijo el número de acciones durante el periodo, el

precio de la acción experimento un crecimiento de 7.6%, mientras que el de la inflación fue del 21.4%, razón por la cual en términos reales disminuyó su valor.

#### 4.4.3 Aumento del valor para los accionistas.

Dentro del cálculo del aumento del valor para los accionistas un elemento de suma importancia es el otorgamiento de dividendos por parte de las empresas. En el siguiente cuadro se muestran los dividendos que fueron otorgados por cada una de las empresas durante el periodo de estudio.

Cuadro 4. Dividendos otorgados por las empresas  
Millones de pesos (2010 = 100)

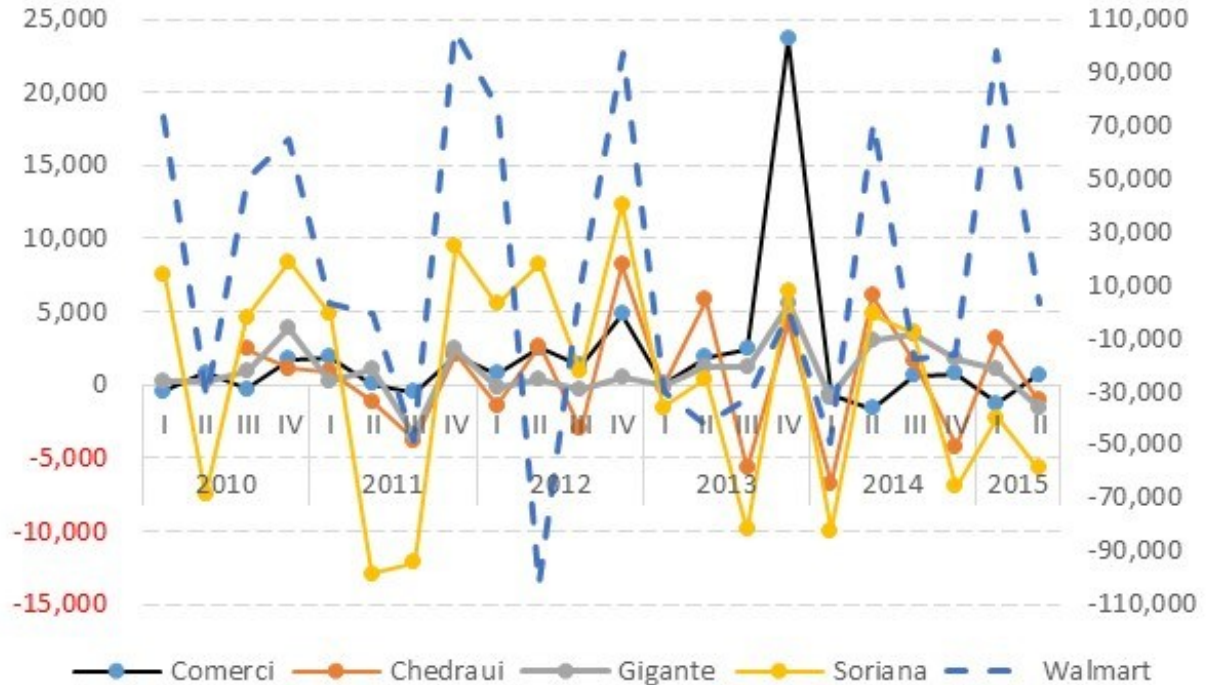
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Comercial Mexicana	-	-	122	360	430	388
Chedraui	224	209	202	423	-	-
Gigante	379	202	79	205	-	-
Soriana	348	-	466	-	603	-
Wal-Mart	5,758	9,328	8,962	14,399	18,648	1,935

Fuente: Elaborado con base a Informes de las empresas.

Como observamos, solo Wal-Mart fue la empresa que otorgó dividendos en cada uno de los años del periodo, mientras que Soriana lo hace cada tercer año. Chedraui y Gigante no los han otorgado durante los dos últimos años.

Con estos datos y realizando los cálculos necesarios para determinación del aumento del valor para los accionistas de cada una de las empresas tenemos.

Gráfica 9. Aumento del valor para el accionista 2010 – 2015  
Millones de pesos (2010 = 100)



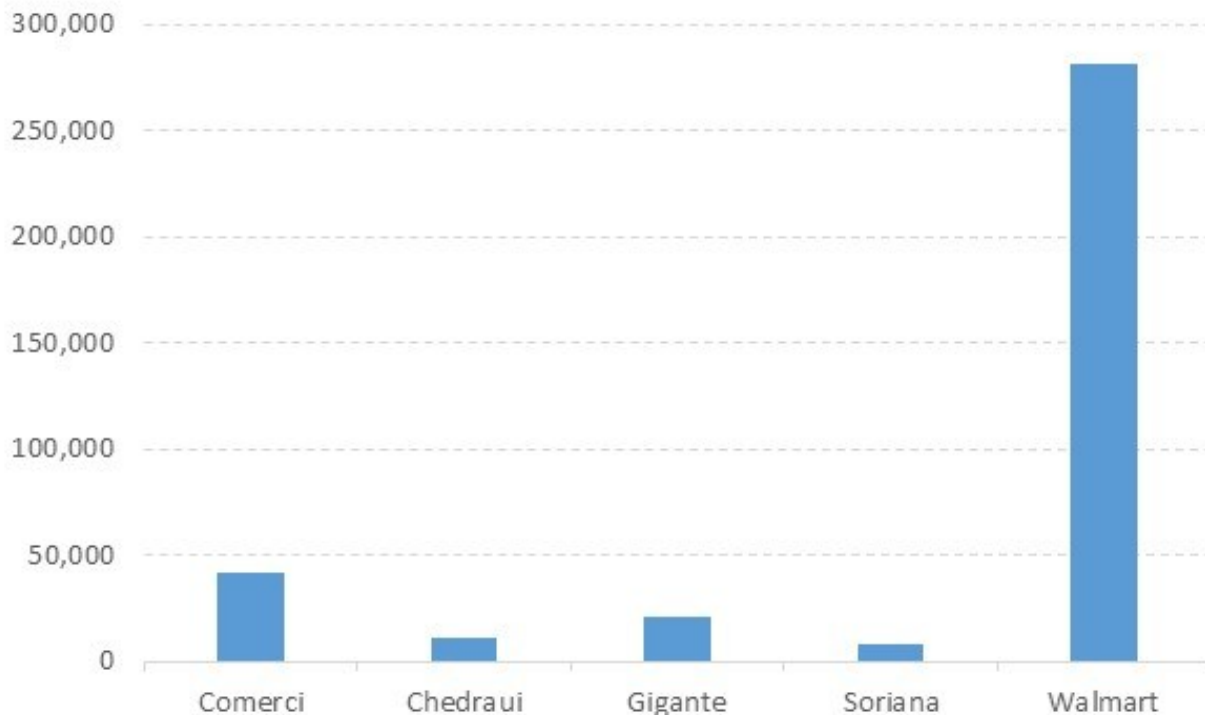
Fuente: Elaboración con base a Informes trimestrales de las empresas, Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V

Destaca aquí los resultados obtenidos durante los primeros trimestres de cada uno de los años cuando el valor para el accionista disminuye, para aumentar durante los dos últimos. Destaca el comportamiento de Comercial Mexicana para el cuarto trimestre de 2013, situación derivada del incremento en el precio de su acción.

En forma agregada, la gráfica 10 nos muestra el aumento del valor para el accionista que tuvo cada una de las empresas en el periodo 2010 – 2015, destacando el comportamiento de Wal-Mart, muy por arriba que el experimentado por el del resto.

Chedraui y Soriana mostraron un valor para el accionista muy similar, siendo estas las empresas con menor aumento de valor para el accionista en el periodo.

Gráfica 10. Aumento del valor para el accionista  
Millones de pesos (2010 = 100)

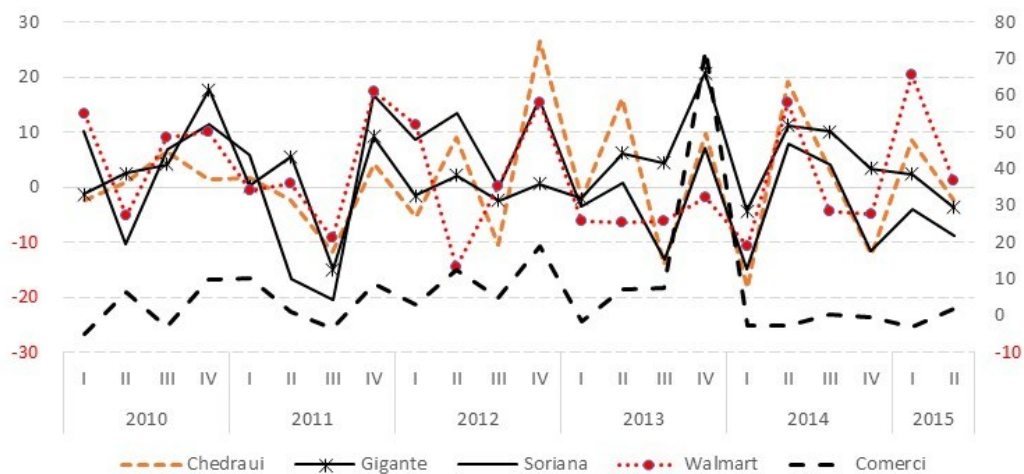


Fuente: Elaboración propia.

#### 4.4.4 Rentabilidad para los accionistas.

La rentabilidad que cada una de las empresas otorga a los accionistas son variados (Gráfica 11).

Gráfica 11. Rentabilidad otorgada a los inversionistas (porcentaje reales)



Fuente: Elabora con base a informes trimestrales de las empresas

En dicha gráfica observamos cómo la mayoría de las empresas han tenido un comportamiento homogéneo, aunque sumamente volátil, reflejo del comportamiento experimentado, tanto por el comportamiento del precio de las acciones como del aumento del valor para el accionista, además de que en el periodo 2014 – 2015 se ha presentado una gran volatilidad en los mercados financieros a nivel nacional e internacional.

#### **4.4.5 Rentabilidad exigida a las acciones.**

La rentabilidad exigida a las acciones o costo de las acciones, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados.

Dado que los inversionistas siempre buscan las rentabilidades más competitivas, los títulos sin riesgo preferidos tomados como referencia por la comunidad inversionista son los bonos del Estado, en México serían los Cetes, sin embargo, Rappaport (1998) y Fernández (2005) indican que es recomendable que sea los bonos del tesoro de los Estados Unidos<sup>14</sup> los que se tomen como referencia, esto se debe a que otorgan rendimientos líderes en este género, lo que aunado a una economía generalmente sólida y creciente produce en sus tenedores la tranquilidad que buscan en una inversión sin riesgo.

Así, dadas características este tipo de bonos, éstos fueron considerados como los más convenientes a tomar como referencia para el desarrollo del estudio, tomando los bonos del tesoro de los Estados Unidos con vencimiento a 10 años (Gráfica 12).

---

<sup>14</sup>En una entrevista realizada por la revista de negocios de Colombia “Dinero” en 1999, al vicepresidente en éste país de la firma consultora “McKinsey & Co.” Luis Andrade; éste califica como una medida práctica acertada, el uso de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos como sustitutos de las Tasas libres de riesgo, para el desarrollo metodológico de aquellas evaluaciones financieras que requieren de éste componente.

Gráfica 12. Rendimiento de los bonos del tesoro de los estados unidos a 10 años\*.



\* Tasa a diciembre del año anterior  
 Fuente: Banxico (2015)

Adicionalmente, para determinar la prima de riesgo de la empresa es necesario el uso de la beta de cada empresa en cada uno de los trimestres (cuadro 5).



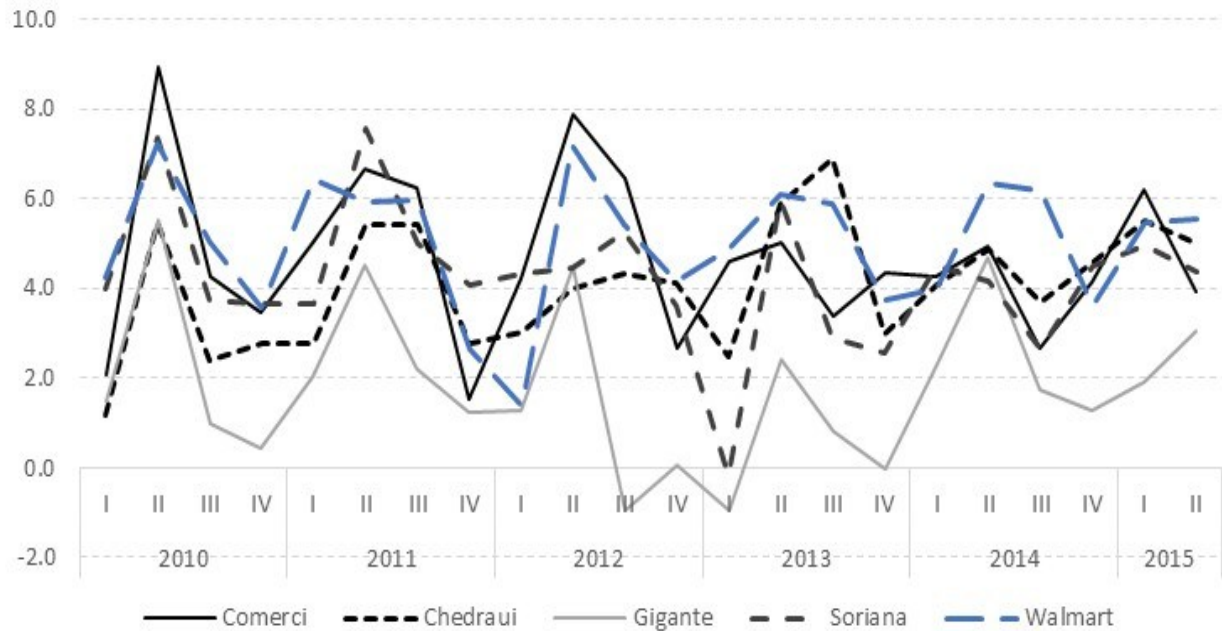
Cuadro 5. Betas de las empresas

Periodo		Comerci	Chedraui	Gigante	Soriana	Walmart
2010	I	0.2962812	n.d.	0.1099099	0.9257590	1.0044894
	II	1.3897674	0.2310843	0.2597980	0.8620240	0.8207461
	III	0.6067343	0.0706267	-0.3306408	0.4569968	0.8354511
	IV	0.6969050	0.5151903	-0.0639123	0.7390037	0.7228765
2011	I	0.8342797	0.1627702	-0.0506881	0.4285596	1.2459792
	II	0.7393858	0.3713255	0.0940856	1.0199797	0.5239429
	III	1.1241095	0.9024860	0.0358879	0.7875537	1.0498596
	IV	0.4647333	0.7337388	0.3988625	1.0116619	0.7053841
2012	I	0.6869140	0.4326282	0.0637588	0.7084087	0.0805870
	II	1.2163357	0.3671358	0.4724016	0.4626052	1.0638622
	III	1.2213408	0.8031817	-0.2471548	0.9857896	1.0162284
	IV	0.4805674	0.7806480	-0.0455462	0.6741119	0.7896434
2013	I	0.9175646	0.4867568	-0.2094072	-0.0476122	0.9747599
	II	0.5738509	0.7516514	0.0227561	0.7722761	0.7997769
	III	0.3967426	1.1925039	-0.1892189	0.2825618	0.9597870
	IV	0.9264147	0.5736133	-0.2098774	0.4645347	0.7667670
2014	I	0.7507091	0.6941931	0.2149346	0.8152640	0.6732052
	II	0.4652212	0.4490321	0.4095715	0.2725393	0.8250372
	III	0.2894245	0.5393816	0.0562179	0.2809206	1.1470036
	IV	0.8511518	0.9566937	0.1567586	0.9403807	0.7235242
2015	I	1.0102531	0.8548968	0.0486610	0.7333777	0.8453487
	II	0.2695360	0.5064411	0.0817917	0.3642550	0.6225107

Fuente: Elaboración propia.

Para el rendimiento del mercado se recomienda que sea el rendimiento histórico de un periodo, generalmente un año, sin embargo, dado que en algunos de los años el rendimiento presentado fue negativo (Cuadro 3), este es obtenido a partir del rendimiento promedio del IPC del periodo de estudio. Dando como resultado 6.7%. De esta forma, los niveles de rentabilidad exigida a las acciones son los siguientes (Gráfica 13).

Gráfica 13. Rentabilidad exigida a las acciones  
(tasa real)



Fuente: Elaboración propia

Como se aprecia, la rentabilidad exigida es homogénea, destacando el comportamiento de Gigante, empresa a la cual se le exige el menor nivel, esto puede ser atribuible a su comportamiento prácticamente estable en el mercado, lo cual se ve reflejado en los bajos niveles de utilidad neta, a pesar de que el precio de su acción haya experimentado un crecimiento importante, así como su valor de capitalización.

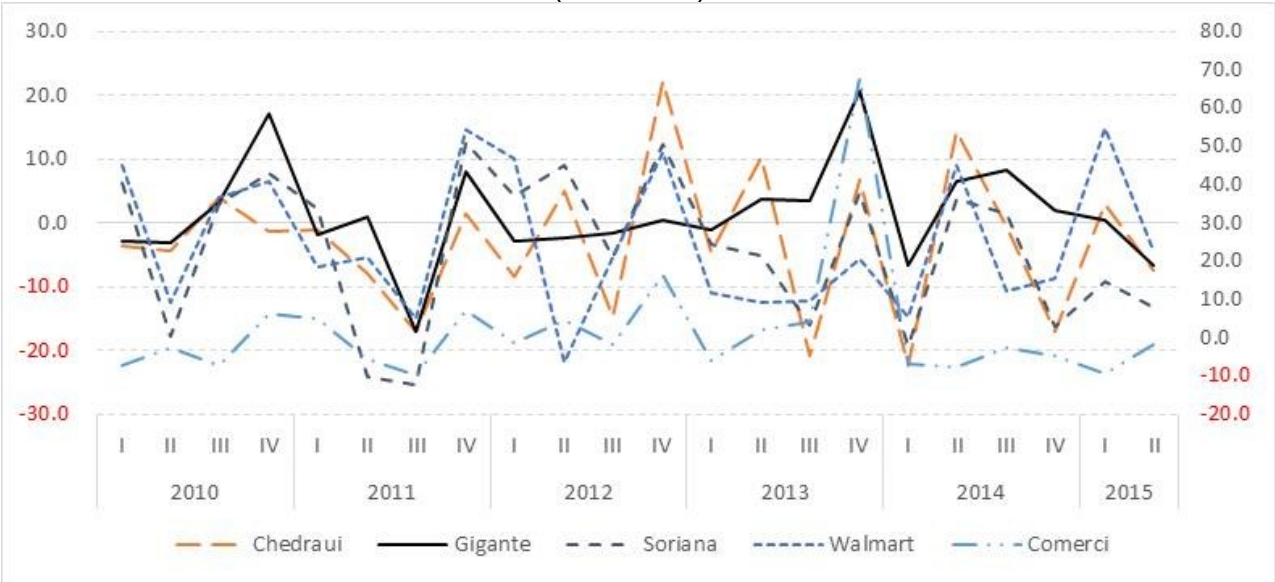
Destaca también el comportamiento de Comercial Mexicana quien de 2010 a 2012 se le exigió altas tasas de rentabilidad, atribuible a los graves problemas que enfrentó en el periodo de crisis, en cuanto a elevados niveles de endeudamiento, llegando incluso a declararse en quiebra.

En forma general, la rentabilidad exigida a las acciones tiende a disminuir durante los años de 2014 y 2015, esto a pesar de la elevada volatilidad experimentada en los mercados accionarios a nivel internacional.

**4.4.6 Rentabilidad para los accionistas menos la exigida.**

Para dar una visión más clara en cuanto a la rentabilidad que en realidad están otorgando las empresas, a la rentabilidad para los accionistas debe restarse la rentabilidad exigida a las acciones (que está en función del riesgo que se percibe de la corporación). Esto con la finalidad de poder indicar como es en realidad el nivel de rendimiento que están otorgando y de esta manera poder establecer si están cumpliendo con la exigencia de los inversionistas. De esta forma, tomando en consideración los resultados obtenidos previamente obtendremos lo siguiente:

Gráfica 14. Rentabilidad para el inversionista menos la exigida a las acciones (Tasa real)



Fuente: Elaborada con base a los cuadros 8 y 11

La empresa que en promedio, en el periodo, presento el mayor diferencial entre la rentabilidad otorgada y la exigida (1.8%) fue Comercial Mexicana, aunque esto es atribuible al gran incremento en el precio de sus acciones, como consecuencia del buen comportamiento de la empresa durante el cuarto trimestre de 2014, seguida de Gigante (1.3%) en gran parte debido a la estabilidad presentado en su comportamiento.

En contraste a estos comportamientos, Soriana experimento un diferencial negativo de 3.9%, mientras que Walmart y Chedraui presentaron un diferencial cercano al 3%, también negativo.

Dentro del comportamiento global, destacan los cuartos trimestres de cada año, cuando para todas las empresas es positivo, esto puede atribuirse a las grandes ventas que experimentan en época de fin de año y que se ve fortalecido con la implementación del buen fin, pero que sin embargo esto no sucedió en el cuarto trimestre de 2014, cuando se obtuvieron diferenciales negativos.

#### **4.4.7 Creación de valor para los accionistas.**

Fernández indica que, una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas, que las empresas están otorgando, supera a la rentabilidad exigida a las acciones (el costo de las acciones) por parte de dichos inversionistas. Lo que bien equivaldría a establecer que, una empresa crea valor en un año cuando se comporta mejor que las expectativas.

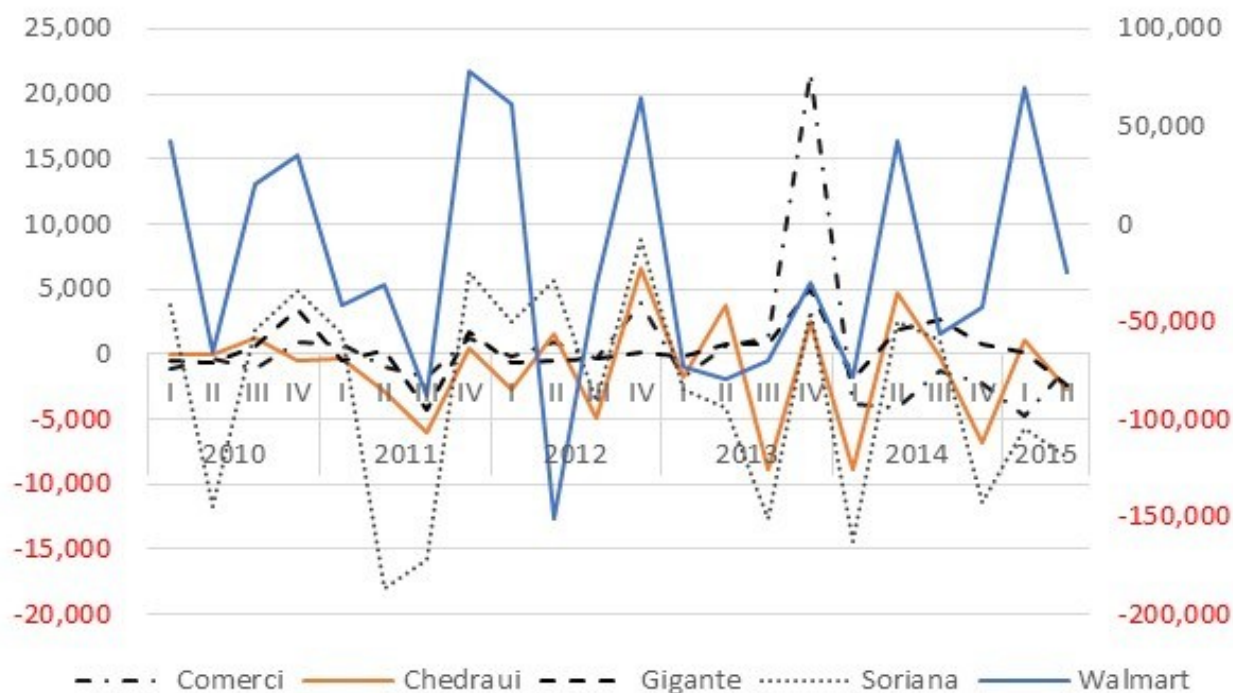
Recordemos que, la cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\text{Creación del valor para los accionistas}_t = \text{Capitalización}_{t-1} \times (\text{Rentabilidad de los accionistas}_t - K_e)$$

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por arriba de las expectativas, que se refleja en la rentabilidad exigida por los accionistas.

Tomando los datos referentes a la capitalización y a la de la diferencia entre la rentabilidad al accionista y la rentabilidad exigida a las acciones obtenemos los siguientes resultados (Gráfica 15).

Gráfica 15. Creación de valor para el accionista, millones de pesos



Fuente: Elaboración propia.

El comportamiento de la creación de valor de las empresas en forma trimestral sigue un comportamiento irregular y que incluso llega a ser similar al experimentado tanto por la capitalización como por la rentabilidad, tanto para el accionista como la exigida a las acciones.

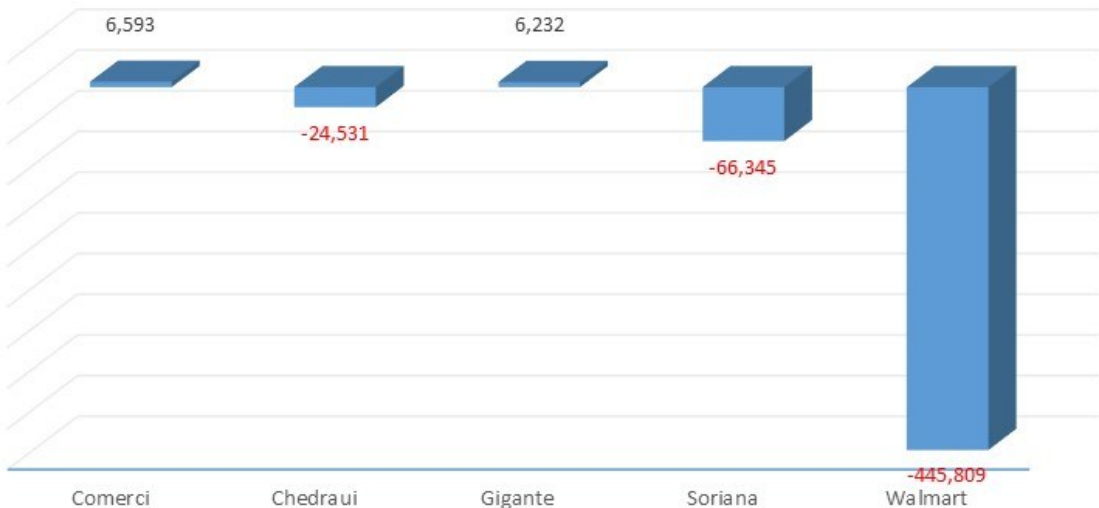
Destacando el comportamiento de Gigante y de Comercial Mexicana, empresas que experimentaron un comportamiento más estable, al contrario que el de Walmart, quien experimento un comportamiento más volátil, este último bien puede ser atribuible a las constantes inversiones que realiza.

El cuarto trimestre de 2013 fue significativo para Comercial Mexicana, ya que su comportamiento experimentado en dicho periodo contrasto fuertemente con el del resto del periodo.

Si realizamos el análisis en forma agregada destacar aquí el comportamiento de Comercial Mexicana y Gigante, empresas que crearon valor en niveles similares, esto es

atribuible al hecho de que ambas empresas experimentaron un comportamiento más estable, además de que el costo de sus acciones (rentabilidad exigida) es de las más bajas, lo que es muestra de la solidez de la empresa después de haber experimentado problemas en época de crisis, lo cual se reflejó en los ingresos por ventas y utilidades netas durante todo el periodo, siendo de los menos volátiles y del importante crecimiento experimentado por el precio de sus acciones.

Gráfica 16. Creación de valor por empresa 2010 – 2015  
Millones de pesos a diciembre de 2010



Fuente: Elaboración propia.

Por otra parte, destacan el comportamientos de Walmart, quien fue la empresa que destruyo la mayor magnitud de valor, a pesar de ser la empresa con los mayores niveles de ingresos por ventas y de utilidades netas, así como del valor de capitalización. Sin embargo es una empresa que constantemente está realizando nuevas inversiones o mejorando sus unidades de negocio.

Por su parte Chedraui y Soriana fueron empresas que en términos reales también destruyeron valor, pero en menor proporción a Walmart (Gráfica 16). Lo cual puede considerarse como un reflejo de la alta volatilidad que experimentaron no solo en el precio de sus acciones, sino también en el ingreso por ventas y en la utilidad neta durante el periodo.

## CONCLUSIONES

Con los datos que se obtuvieron al final del análisis se puede llegar a la conclusión de que el sector de supermercados e hipermercados en México presenta a partir de 2011, un ligero estancamiento en cuestión de las entradas financieras, que se puede constatar con el nivel de ingresos por ventas de cada una de las empresas analizadas, donde se muestra en términos reales (2010), que este indicador muestra una tendencia estable, sin mostrar grandes crecimientos, lo que se le puede atribuir a que en ese año en particular se empieza a tener una recuperación en tono a la crisis financiera que se vivió en años anteriores.

Además que se refuerza este escenario, con el índice de confianza del consumidor, elaborado por el INEGI y el Banco de México, respecto a este índice, en donde para el año 2013 indica que existe una desconfianza del consumidor, dado que sigue una línea con pendiente positiva, esto es como consideran que será la condición de la economía para dentro de los próximos 12 meses. Y que a partir de este año, hasta octubre de 2015, sigue un patrón con pendiente negativa, aunque no tan marcada como su año inmediato anterior, por lo que indica que aún hay desconfianza de los consumidores, de seguir esa tendencia, habría que trabajar en incentivar la economía, como lo es el programa del buen fin, con la finalidad que regrese esa seguridad dentro de los consumidores y así este sector analizado, regrese a la tendencia de seguir creciendo y mostrando mayores niveles de ganancias.

En el caso de Walmart, una empresa que crecido a pasos agigantados, en comparación a las demás del sector, donde sí se suma todos los ingresos obtenidos por las demás empresas analizadas y se hace una comparación de este indicador con respecto a solo Walmart, se puede observar que las demás empresas obtienen un ingreso muy apenas sobrepasando el 50% de todos los ingresos que tiene la empresa estadounidense, por lo que esta empresa se puede considerar un agente preponderante en el mercado de los supermercados e hipermercados, debido a la gran diversidad que formatos que tiene destinado para diferentes sectores económicos de la sociedad, obtiene ingresos mucho mayores que las demás, esto aunado que es una firma de carácter internacional.

Aplicando la metodología para valorar a las empresas supermercados e hipermercados en México para el periodo 2010-2015, los resultados muestran que la empresa Walmart mostró un comportamiento más volátil en cuanto a la creación de valor para los accionistas y una mayor destrucción del mismo en cuanto al acumulado que obtuvieron durante el periodo, que esto puede atribuirse a las grandes inversiones que realiza en infraestructura y a las constantes mejoras que experimentan sus subsidiarias, anexando que también otorga dividendos, que como se puede observar en el cuadro 4, es la empresa que otorga el mayor número de este concepto.

Soriana también podría adoptar el caso antes citado, pero en menor medida, ya que de igual manera hace constantes inversiones, ya sea en la inversión para adquirir mayor piso de venta o de construcción del mismo, aunque la comparación sería en casi siete veces menor en tanto con Walmart. Las únicas empresas que mostraron creación de valor positivo fueron Comercial Mexicana y Grupo Gigante, ambos en un nivel similar, se hace una excepción para Comercial Mexicana, en donde para el cuarto trimestre de 2013 mostró un comportamiento de gran relevancia, en comparación con los demás periodos.

A manera de conclusión final la empresa que mostró mayor destrucción de valor fue Walmart, pero con sus aclaraciones al respecto antes mencionadas y la empresa que exhibió una creación de valor fue Comercial Mexicana. Walmart es una empresa líder en el sector, constantemente están aperturando nuevas unidades en México y en aquellas naciones donde tienen operaciones, las otras corporaciones podrían estar siguiendo sus pasos, ya que como se indicó anteriormente algunas están iniciando operaciones en el plano internacional, porque toda empresa siempre quiere obtener mayores ingresos respecto a su ciclo anterior y que para este sector, la mayor forma de que obtienen ingresos es por concepto de ventas, entonces esto indica que en teoría, si tienen más unidades en funcionamiento, obtendrán mayores niveles de ganancias, pero no siempre es así, porque en algunas ocasiones cierran sus operaciones algunas unidades, lo que implica a llevar un estudio de mercado a mayor profundidad para saber en dónde colocar sus unidad estratégicamente y así les genere una mayor rentabilidad por unidad.



## BIBLIOGRAFÍA

- AGECE (2010), “How is economic value measured”, <http://www.greenfacts.org/es/glosario/tuv/valor.htm>
- ALTAIR, Consultores en Finanzas Corporativas, (2003), “Estrategias y medición de valor para el accionista”, España.
- Amat, Oriol. EVA. “Un Nuevo Enfoque para Optimizar la Gestión, Motivar y Crear Valor”, Gestión 2000, 1999, Barcelona, España.
- Barmak W. C., Díaz B. A., Pantoja C. N. y Vento B. M. (2012). Reporte Financiero Burkenroad Perú –Supermercados Peruanos S.A. Julio.
- Bocanegra G., C. y Vázquez R., M. A. (2012). Productividad en el comercio minorista: contrastes entre Walmart de México, Soriana y Comercial Mexicana. Enero-junio
- Boston Consulting Group. (1996), “Shareholder Value Metrics”. Documento de investigación.
- Brealey R. y Myers S. (1991), “Principios de Finanzas Corporativas”. 2ª Edición, Madrid, McGraw-Hill.
- Cachanosky J. C., “Historia de las teorías del valor y el precio, parte 1”, en Libertas No. 20. Instituto Universitario ESEADE. Argentina, Mayo, 1994.
- Cano M. A., “Efectos administrativos, contables y financieros de la gerencia basada en valor”, Universidad Autónoma de Mazinalas, 2003.
- Castañeda S. A. (2012). Supermercados. Competencia en precios. Economía Mexicana. Nueva Época, vol. XXI, No. 2, Centro de Investigación y Docencia Económicas, A.C. Distrito Federal, México, pp. 297-349
- Comisión para la Defensa y Promoción de la Competencia (2012). Estudio sobre el sector de los supermercados en Honduras: Distrito central y San Pedro Sula. Septiembre
- Copeland T., Koller T. y Murrin J., “Valuation, measuring and managing the value of companies”. 3rd edition. New York: McKinsey & Company, John Wiley & Sons, 2000.
- Cotización de las acciones de Chedraui, Comercial Mexicana, Grupo Gigante, Soriana y Walmart. <http://mx.finance.yahoo.com>

- Durán G. y Kremerman M. (2007). Informe retail - capítulo supermercados Septiembre
- ENIGH 2014.
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2013). Análisis del Sector Retail: Supermercados. Noviembre
- Fernández P. (2005a), "Valoración de empresas", Barcelona, España, Ed. Gestión 2000. 3a. Edición.
- Gonsenheim P. E. (2008). Análisis estructural del mercado de tiendas de autoservicio. Marzo-abril.
- Gutiérrez L. (1992), "Finanzas prácticas para países en desarrollo". Colombia, Editorial Norma.
- Husson D. M. (2004), "Contribuciones a el marxismo frente al capitalismo contemporáneo" Cahiers de Critique Communiste.
- Informes anuales ANTAD 2012, 2013 y 2015.
- Informes anuales Chedraui 2010 – 2015.
- Informes anuales Grupo Gigante 2010 – 2015.
- Informes anuales Soriana 2010 – 2015.
- Informes anuales Walmart 2010 – 2015.
- Informes anuales Comercial Mexicana 2010 – 2015.
- Jevons W. S. (1871), "The theory of political economy", London and New York, MacMillan & Co. Quintana edición (1957), Kelley & MacMillan.
- Knight J., "Value Based Management: developing a systematic approach to create shareholder value", New York: McGraw-Hill, 1998.
- León I. O. (2007). Las tiendas de autoservicio y la pugna por el mercado
- Lira L. (2005). Cambios en la industria de los supermercados. Concentración, hipermercados, relaciones con proveedores y marcas propias en Estudios Públicos, No. 97. Chile. [http://www.cepchile.cl/dms/archivo\\_3472\\_1728/r97\\_lira\\_supermercados.pdf](http://www.cepchile.cl/dms/archivo_3472_1728/r97_lira_supermercados.pdf)
- López, P., Segovia, A., García, C., & Beade, A. (18 de enero de 2013). *El sector de tiendas departamentales y de autoservicio en México*. Obtenido de

[http://www.profeco.gob.mx/encuesta/brujula/bruj\\_2013/bol244\\_tiendas\\_autoservicio.asp](http://www.profeco.gob.mx/encuesta/brujula/bruj_2013/bol244_tiendas_autoservicio.asp)

- Marshall A., (1907), "Principles of Economics Vol. I", McMillan and Co. Limited, Fifth Edition, Cambridge. 1907.
- Marx K. (1867), "Das Kapital, Das Kapital", Kritik der politischen Ökonomie, Erster Band, Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag Berlin, 1973. Existe publicación en español por Fondo de Cultura Económica.
- Menger C. (1871), "Principles of Economics", Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2007.
- Menger C. (2007), "Principles of Economics", Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2007.
- Milla G. A. (2002), "Estrategias para la creación de valor (II)" en Economía, Noviembre.
- Milla G. A. (2003), "Diez conceptos clave y estrategias de creación de valor", en estrategia financiera, No. 194, Abril, España.
- Milla G. A. (2008), "EL EVA (Economic Value Added): ¿Un indicador de gestión o un indicador de creación de valor?", en Análisis Financiero, España.
- Nieto F. N. (2008), "Valor y productividad en la teoría del valor-trabajo". Sociología II. Facultad CC. Económicas y Empresariales. UA.
- Oficina Comercial de Chile en México – ProChile (2014). Estudio de Canal de Distribución Supermercados en México. Abril. Chile. [http://www.prochile.gob.cl/wp-content/blogs.dir/1/files\\_mf/1404242520CANAL\\_Mexico\\_Supermercados\\_2014.pdf](http://www.prochile.gob.cl/wp-content/blogs.dir/1/files_mf/1404242520CANAL_Mexico_Supermercados_2014.pdf)
- Pascale Ricardo. Decisiones Financieras, Ediciones Machi, 1998, Buenos Aires, Argentina.
- Pontón R. T. (2004), "La teoría del valor y el pensamiento de Sraffa", en Invenio, Junio, Vol. 7, No. 12, Universidad del Centro Educativo Latinoamericano, Rosario Argentina, pp 77 – 84.
- Ramírez R. O. (1998), "El EVA del Banco Central", en Revista Dinero, No. 62, Año 6, Mayo 31. Bogotá, Colombia.

- Rappaport A. (1998), “La creación de valor para el accionista, una guía para inversores y directivos”, Ediciones Deusto S. A., España.
- Ricardo D. (1817), “On the principles of Political Economy and Taxation”, Batoche Books, Ontario Canada.
- Salter, S. y Olson, E. (1996), “A Value-Based Management System, en Business Horizons”. September-October. 48-52.
- Schwentesius R. R. y Gómez C. M. A. (2005). Supermercados y su Impacto sobre la Comercialización de Hortofrutícolas y Pequeños Productores en México. Universidad Autónoma Chapingo, Centro de Investigaciones Económicas, Sociales y Tecnológicas de la Agroindustria y la Agricultura Mundial, 2005
- Serfinco (2010), <http://www.serfinco.com/glossary/default.asp?l=V>
- Sharman P. (1999), “Value Based Management”. En Focus Magazine. Issue 1. December.
- Smith A., “Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones”, edición en español del Fondo de Cultura Económica, 1776.
- Stuart Mill J. (1844), “Essays on Some Unsettled Questions of Political”, London, John W. Parker Economy Batoche Books Kitchener 2000.
- Téllez P. J. (2001), “Las empresas que maximizan el valor de los accionistas”, en Ejecutivos de Finanzas, Julio.
- Torres G. C. (2012). La participación de las grandes cadenas de supermercados en las redes de comercialización de los pequeños productores. Nueva Antropología, vol. XXV, núm. 77, julio-diciembre. Distrito Federal, México pp. 109-132
- Vélez P. I. (2001), “La creación de valor en la empresa”, Facultad de Ingeniería Industrial, Politécnico Gran Colombiano, Bogotá, Colombia, Working Papel 14, Noviembre 5.
- Vera C. M. A. (2000), “Gerencia basada en valor y gerencia financiera”, en tendencias, Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Vol. 1. No. 2 Noviembre pp. 109-132. Universidad de Nariño.

- Von Wieser F. (1889), "Natural Value", Edited with a Preface and Analysis by William Smart (1853-1915) m.a, ll.d., lecturer on political economy in the University of Glasgow The Translation By Christian A. Malloch.
- Weston F. y Brigham E. (1994), "Fundamentos de Administración Financiera", México, McGraw-Hill.