

TESIS
E 2001
A435
V.1

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMÍA



**CREACIÓN DE VALOR Y LA DIVERSIFICACIÓN
CORPORATIVA EN VENEZUELA**

CASO SUDAMTEX DE VENEZUELA, C.A., S.A.C.A.

TUTORA: MARIA INÉS FERNANDEZ.

AUTORES: GERARDO ANDRADE.

ALBERTO CASALE.

Caracas, Mayo del 2001

INTRODUCCIÓN

Entendemos por una empresa diversificada, a aquel tipo de empresa que reúne dentro de sus operaciones a varios y disímiles segmentos de negocios. Lamont y Polk (1999) las definen como: "...aquellas empresas que desarrollan sus operaciones en al menos dos segmentos distintos"; esto, en contraposición con la concepción que de empresas especializadas estos autores mantienen, según la cual, las empresas especializadas "...son las que actúan en un solo segmento de negocios". De la misma forma, Lang y Stulz (1993) entienden por una empresa altamente diversificada, a aquellas que tienen ventas en cinco o más segmentos distintos.

Siguiendo a Lang y Stulz (1993), la visión que se tenía de las empresas diversificadas ha cambiado mucho con el paso del tiempo. Es así como durante la década de los sesenta y los setenta, la imagen que se tenía de estas era la de negocios altamente eficientes. A diferencia de esto, en los ochenta y los noventa, la imagen que se conserva corresponde más a una visión opuesta, de ineficiencia y altos costos. Para dar un ejemplo de esto, podemos citar el caso de Sears, Roebuck & Co. -empresa norteamericana cuyo principal negocio es la venta al detal- cuando en 1981 realizaron la compra de Coldwell, Banker & Co. y de Dean Witter, Reynolds Inc., creando así -en conjunción con su división aseguradora Allstate- la empresa más grande de servicios financieros en Estados Unidos. Sin embargo -y a pesar de la reacción favorable de los inversionistas en una primera instancia- el desempeño de la empresa se deterioró con el paso del tiempo, hasta el

punto de realizar en 1992 un proceso de concentración al desinvertir Sears, Roebuck & Co. en dichos negocios financieros¹.

En el caso venezolano podemos encontrar varios ejemplos de empresas diversificadas. El proceso de gestación de estas fue semejante al observado en Estados Unidos, pero también estuvo fuertemente influenciado por la política de desarrollo económico, llevada a cabo en el país en la década de los sesenta y setenta. Dicha política se sustentaba en la búsqueda del desarrollo de la industria doméstica a través de la sustitución de importaciones. De esta manera podemos observar como se desarrollaron en el país una serie de conglomerados, que fueron creciendo en áreas de negocios muy diversas. Esto se vio favorecido por las distorsiones de mercado –como por ejemplo, la existencia de mercados cautivos- que crea dicha política. Existe una variedad de ejemplos, entre los cuales podemos notar el caso de Corimon, la cual comenzó siendo una empresa dedicada a la rama de pinturas, para posteriormente ir extendiendo sus líneas de negocio a actividades no relacionadas con su negocio inicial, lo cual fue repercutiendo de manera negativa en el valor de la empresa. Otro caso diferente al mencionado anteriormente es el de la Organización Diego Cisneros, la cual llegó a diversificar notablemente sus unidades de negocios, para luego se desprenderse de algunas de estas y así enfocar su negocio al área específica de las telecomunicaciones.

De esa forma, la idea acerca de la conveniencia o no de la diversificación empresarial queda en entredicho, lo cual es evidente al observar la gran cantidad de literatura contradictoria que existe sobre el tema.

¹ Gillian, Stuart; Kensinger, John y John Martin. "Value Creation and Corporate Diversification: the Case of Sears, Roebuck and Co.". *Journal of Financial Economics*. Octubre, 1999.

El propósito que nos planteamos en esta investigación, es el de intentar establecer cual es la relación entre la diversificación y la creación de valor en las empresas en Venezuela, estudiando para ello el caso empírico de una empresa diversificada, como las Empresas SUDAMTEX.

Planteamiento del Problema

Según Bannock, Baxter y Rees (1995), existen varias razones por las cuales una empresa puede decidir diversificarse. Ellas son:

*“1) Por el deseo de repartir el riesgo o compensar por fluctuaciones estacionales o cíclicas de la demanda; 2) Debido a la existencia de administración o capacidad instalada ociosa; 3) Por el deseo de expandirse de manera más rápida y obtener más ganancias de las que es posible en los mercados existentes, los cuales pueden estar declinando o hay expectativas de que declinen; 4) Por la decisión de explotar una innovación o el resultado de una investigación; 5) Como resultado de alguna oportunidad específica, la cual puede parecer demasiado buena para perderla, aunque no hubiera estado en los planes previos”.*²

En ese mismo sentido, resultan complementarias a estas las razones señaladas por Sin embargo, los beneficios reales que pueda obtener una empresa al diversificarse no son claros. En ese sentido, Blasko, Netter y Sinkey (2000) comentan:

“Las fusiones –y entendiéndolo por ellas a una forma común de diversificación- son engañosas; los beneficios y los costos de los acuerdos propuestos no son siempre obvios. En el trabajo de Modigliani-Miller, si las fusiones crean valor, ellas lo hacen

² Bannock, G.; Baxter R. y Ray Rees. “Diccionario de Economía”. Editorial Trillas, México, 1995 pág. 140

a través de cambios en las estructuras impositivas, o de cambios en los costos contractuales o en los incentivos de inversión. Si el tamaño, temporalidad y riesgo implícito de combinar los futuros flujos de caja de las empresas fusionadas exceden los flujos de caja de las firmas separadas (sinergia) la fusión tendrá un valor presente neto positivo”³.

Por sinergia, y siguiendo la definición que al respecto nos ofrecen Ross, Westerfield y Jaffe (1995), entendemos a la diferencia entre la valoración de la empresa y la sumatoria del valor de cada una de sus unidades de negocios. Es decir, la sinergia es el valor actual de los Flujos de Caja incrementales.

Como podemos observar, es en la posibilidad de desarrollar sinergias entre las distintas unidades de negocio donde se encuentra el origen de la creación de valor para las empresas diversificadas. Por sinergia entendemos a los distintos beneficios que se pueden generar entre dos o más empresas y que generan valor. Es decir, si agregamos dos empresas idénticas, es lógico que se dupliquen sus ventas, sus costos o sus utilidades, entre otros. Sin embargo, si se desarrollan sinergias entre estas, es de esperarse que algunos indicadores, como por ejemplo la utilidad o los costos, crezcan o decrezcan –según sea el caso- de una manera más que proporcional, debido al beneficio que podrían generar -por ejemplo- las economías de escala o la especialización del trabajo. En ese sentido, resultan ilustrativas las palabras de Bannock, Baxter y Rees (1995), para los cuales:

“...la sinergia consiste en la diferencia entre el resultado real y la simple suma aritmética, cuando es mayor más que de manera

³ Blasko, Netter y Sinkey. “Value Creation and challenges of an international transaction: The DaimlerChrysler merger”. *International Review of Financial Analysis*, 2000.

*proporcional el primero a la segunda (estamos en presencia de sinergia)”.*⁴

Radica entonces en el desarrollo de sinergias la creación de valor dentro de una empresa diversificada. Por lo tanto, podemos suponer que ante la ausencia de estas, la diversificación no generará valor agregado alguno para la empresa. En ese sentido, Lang y Stulz (1993) nos dicen que si el valor de portafolio de empresas independientes es la simple suma de los valores de dichas empresas –por lo que no se estarían generando sinergias– no debería de añadirse ningún tipo de valor al unir las en un conglomerado.

⁴ Bannock, Baxter y Rees. “Diccionario de Economía”. Editorial Trillas. México, 1995. El texto entre paréntesis es nuestro.

Formulación del problema

¿Como afectaría la diversificación de las actividades al valor del grupo SUDAMTEX?

Planteamiento de la Hipótesis

La diversificación de actividades resta valor a Empresas SUDAMTEX.

Objetivos

Objetivo General

Establecer la relación entre el valor de la empresa y la diversificación de sus actividades.

Objetivos Específicos

- Determinar la estructura y las unidades de negocio que integran la empresa objeto del estudio.
- Estudiar la evolución económica histórica de cada unidad de negocios.
- Proyectar el flujo de caja de cada unidad de negocio tomando en cuenta la evolución de las variables macroeconómicas del entorno en el que operan.
- Calcular la tasa mínima requerida de rendimiento asociada a cada unidad de negocio.
- Valorar en términos actuales a la empresa y a cada unidad de negocio por separado.
- Determinar la existencia de sinergias entre las distintas unidades de negocios de la empresa
- Comparar el valor actual agregado de las unidades de negocio con el valor actual de la empresa.

Justificación de la Investigación

Los motivos que justifican la elección del presente tema de investigación, radican en la problemática y polémica que implica el tema propuesto, debido a la falta de consenso entre los diversos autores acerca del beneficio que la diversificación pudiese generar a la empresa y sus accionistas.

Entre los aportes que generará esta investigación –aparte de los claramente cognoscitivos- podemos argumentar que esta es una de las pocas hechas que abordan el tema en el país. De la misma manera, esta podría suponer una fuente de referencia para otros estudios que sobre el tema se planteen; especialmente para el área del análisis de empresas venezolanas.

Limitaciones

Como sabemos, aquellas empresas que no emiten acciones y/o no poseen deuda, no están obligadas a hacer públicos sus Estados Financieros. A pesar de que SUDAMTEX es una empresa privada que cotiza en los mercados de capitales, su información financiera es pública solo de manera agregada, por lo que existen limitaciones con respecto a la información financiera de sus subsidiarias. Esto se convierte en la principal limitación que presenta nuestra investigación.

Marco Teórico

1.1) Antecedentes

Como hemos podido entrever, la teoría sobre la valoración de las empresas diversificadas muestra ser bastante heterogénea en cuanto a su contenido. Es por ello que podemos encontrar en la literatura un amplio universo de posturas, las cuales difieren en sus planteamientos y enfoques.

1.1.1) Teoría tradicional de la diversificación

Entre aquellas posturas que apoyan a la diversificación de las empresas, encontramos a Lewellen (1971), el cual demuestra que la diversidad de los flujos de caja es buena, dado que esto permite mayores beneficios impositivos por apalancamiento al reducir la volatilidad de los flujos de caja y la probabilidad de problemas financieros, dado el beneficio que ocurriría al combinar dos segmentos –o más- con flujos de caja negativamente correlacionados. En el mismo sentido, los estudios de Weston (1970), Lang y Stulz (1993), Stein (1997) y Hadlock, Ryngaert y Tomas (1999) argumentan que la diversificación podría generar la posibilidad de eliminar problemas de asimetrías de información entre la gerencia de las distintas líneas de negocios y la empresa. Ellos argumentan además que la diversificación permitirá a la empresa obtener una mayor variedad de negocios potenciales –a través de la diversificación de oportunidades de inversión- lo cual es conveniente cuando el mercado interno de capital que se establece dentro de la empresa funciona más eficientemente que los mercados externos, lo cual podría convertirse en una

fuerza de maximización de objetivos de inversión⁵. Sobre la reducción de las asimetrías de información, Lang y Stulz (1993) concluyen que esta habilidad de mitigar las asimetrías es la principal ventaja de los conglomerados, (por lo que) esta debería formar parte del valor presente de sus flujos de caja futuro⁶.

A conclusiones similares llegan Maksimovic y Phillips (1998), los cuales demuestran a través del desarrollo de modelos econométricos, que el crecimiento de la mayoría de los conglomerados es acorde con una conducta financiera óptima, dado que ellos no encuentran evidencia de que divisiones no relacionadas sean protegidas a través de políticas crediticias ineficientes. Hubbard y Palia (1999) demuestran que existen importantes ganancias cuando una empresa sin mayores obligaciones financieras adquiere a otra con problemas financieros. Lo cual podría entenderse como el beneficio que genera la adquisición, al servir como una fuente para mejorar la eficiencia financiera.

Otros motivos a favor de la diversificación son señalados por Grinblatt y Titman (1998), los cuales señalan que la diversificación puede además reducir la probabilidad de bancarrota para un nivel dado de deuda y los problemas de disponibilidad de información que existen al utilizar los mercados de capitales externos.

Para Graham, Lemmon y Wolf (2000), algunas razones que generarían posibles beneficios de la diversificación podrían ser: el operar en más de una industria, lo cual puede permitir a la empresa el tomar ventaja de

⁵ En ningún momento se hace referencia en este estudio al problema existente con la asignación eficiente y la competitividad de los recursos escasos, dado que suponen que estos serán asignados simplemente a la mejor opción, hecho que por demás –y como veremos más adelante– resulta bastante discutible al observar las conclusiones que logran otros trabajos sobre el mismo tema.

⁶ Lang, Larry; Stulz, René. “Tobin’s Q Corporate Diversification and Firm Performance”. National Bureau of Economic Research, Working Paper No.4376, pág. 4.

sus economías de escala; y la flexibilidad de cambiar los activos de una división con pobres expectativas a otra con mejores expectativas de desempeño.

1.1.2) Teorías Emergentes

Sin embargo -y a pesar de lo que estos estudios parecen ser concluyentes- existe una gran cantidad de autores que concluyen de manera opuesta. Esto podría evidenciarse observando las conclusiones a las que llegan Berger y Ofek (1995), donde establecen que los conglomerados en Estados Unidos están valuados con un descuento de aproximadamente un 15%⁷. Igualmente, Graham, Lemmon y Wolf (1998) determinan que el valor de las firmas adquiridas -por medio de fusiones- declina en aproximadamente 6% luego de un período de 2 años después de la adquisición, lo cual podría evidenciar que la diversificación -y en contraposición a las teorías anteriormente citadas- destruye valor⁸.

La tendencia actual en los mercados es hacia la especialización en áreas específicas. Desde el punto de vista del inversionista, este comportamiento puede ser justificado a través de las palabras de Brealey y Myers (1991) “Si los inversores no fueran capaces de mantener en sus

⁷ Servaes (1996) demuestra que dicho descuento es similar para conglomerados en Japón y en Gran Bretaña.

⁸ Aunque ellos plantean que posiblemente la pérdida de valor que demuestran en su estudio, se deba en parte a que las firmas adquiridas poseen de por sí un descuento al momento de la adquisición, debido posiblemente a un mal desempeño de estas antes de la adquisición. En el mismo sentido, Campa y Kedia (1999) observan que las empresas diversificadas tienen un pobre desempeño antes de la diversificación, lo cual podría indicar que el acto mismo de la diversificación no necesariamente causa todo el descuento con el que al parecer son valorados los conglomerados. A la misma conclusión llegan Graham, Lemmon y Wolf (2000), al demostrar que las empresas adquiridas durante procesos de diversificación están valoradas con un descuento -inclusive antes de formar parte del conglomerado- por lo que al ser añadidas a la empresa compradora, esta tiene un efecto negativo en el valor del conglomerado. De esta forma, ellos concluyen que si bien es cierto que la diversificación destruye valor, esta solo destruye una parte de este.

carteras un gran número de títulos, podrían desear que las empresas diversificasen por ellos. Pero los inversores si pueden diversificar”⁹. Además, los inversores particulares pueden hacer esto de una manera más adecuada que las empresas. Es decir, mientras que un inversor podría invertir en cualquier momento en una empresa en particular -utilizando para ello los mercados de capitales- y liquidar su inversión en pocos días, una empresa no podría hacerlo. Entonces, siguiendo esta lógica, “si los inversores pueden diversificar por su propia cuenta, no pagarán más por títulos de empresas diversificadas”¹⁰.

Según Schingemann, Stulz y Walkling (2000) “Una empresa puede dejar de operar en un segmento o un negocio, a través de desinvertir en este por completo; a través de la venta por etapas; cesando su operación sin vender los activos; reestructurando (quizás hasta el punto de cambiar el negocio) o inclusive incorporándola dentro de otro segmento [del negocio]”¹¹. Estos mismos autores encuentran tres razones principales que parecen justificar la desinversión de activos: “(1) para utilizar activos específicos operando en aquellos segmentos donde ellos serían más eficientes (hipótesis de la eficiencia); (2) para hacer a la firma más eficiente al reducir su grado de diversificación (hipótesis de especialización); y (3) para liberar de presiones crediticias a la empresa (hipótesis de financiamiento). Estas razones son no mutuamente excluyentes”¹².

La hipótesis de la especialización implica que los negocios no relacionados tienden más a sufrir desinversión o a ser vendidos debido a que

⁹ Brealy, Richard y D. Myers "Principles of Corporate Finance". McGraw-Hill. Nueva York. 1991.

¹⁰ Idem

¹¹ Schingemann, Stulz y Walkling . “Asset Liquidity and Segment divestitures”. National Bureau of Economic Research, Septiembre 2000.

¹² Idem.

estos segmentos reducen la eficiencia agregada de la empresa. La hipótesis de la eficiencia implica que aquellos segmentos de negocios que presentan un mal desempeño comparado al promedio de la industria tienen mayor posibilidad de ser separados de la empresa. Por último, la hipótesis del financiamiento implica que aquellos negocios con poca capacidad de generar efectivo tienden a ser separados de la empresa por que estos consumen recursos de otros segmentos.

Por lógica, las empresas que reestructuran sus organizaciones, desinvertirán en algunos negocios y conservaran algunos otros de ellos. Aquellos segmentos con mayor probabilidad de ser vendidos – Schingemann, Stulz y Walkling (2000)- son aquellos que tienen un pobre flujo de caja, debido a que estas unidades de negocios tienden a agravar –e incluso ocasionar- problemas financieros a la empresa. Igualmente, la probabilidad de inversión estará inversamente relacionada con el tamaño del negocio, esto último medido como las ventas del negocio entre las ventas totales de la empresa. El tamaño puede ser importante -en el caso de desinversión- por tres razones: la primera de ellas, es que un negocio puede dejar de funcionar simplemente por que es muy pequeño para satisfacer los requerimientos característicos de funcionamiento. La segunda, los negocios pequeños pueden ser negocios en los cuales la empresa tenga menores ventajas comparativas. Y por último, el mercado para los activos corporativos –entendiendo por este el mercado para la venta de activos fijos y negocios- es menos líquido cuando el tamaño del negocio se incrementa.

Shleifer y Vishny argumentan que en periodos en los cuales una industria presenta dificultades, es difícil para las empresas pertenecientes a dicha industria el vender activos para incrementar el efectivo, dado que los compradores potenciales que están en capacidad de apreciar más dichos activos, se encuentran igualmente en dificultades. Esto implica que

empresas diversificadas cuyas actividades principales pertenezcan a industrias con un pobre desempeño, posean una mayor tendencia a vender activos que no pertenezcan a su principal actividad.

Como podemos observar, existen razones por las cuales la desinversión en ciertos segmentos de negocio por parte de las corporaciones –y en contraposición de las teorías previas- generan para las empresas muchos beneficios. En la literatura encontramos bastante evidencia que indica una reacción positiva del precio de las acciones cuando una empresa anuncia la desinversión. En ese sentido, Lang y Stulz (1993), Comment y Jarrell (1995), John y Ofek (1995) y Daley, Mehrotra y Sivakumar (1997) muestran que dicha reacción es más fuerte cuando la desinversión se realiza en un segmento no principal de sus operaciones.

Así, Berger y Ofek (1995), Lang y Stulz (1993), Servaes (1996) entre otros, señalan que empresas que operan en múltiples líneas de negocios tienden a tener un menor valor que portafolios –artificialmente contruidos- de empresas similares especializadas. Relacionado al tema, podemos encontrar los trabajos de Morck, Shleifer y Vishny (1990) y de Maquiera, Meggison y Nail (1998), en donde se demuestran que los accionistas pierden con fusiones o adquisiciones de negocios no relacionados. Berger y Ofek (1995) concluyen que esto se debe a que se los problemas de mal desempeño se acrecientan al pertenecer una empresa a un conglomerado, por lo que concluyen que la diversificación por si misma destruye valor, sin importar cual es el origen de la diversificación; es decir, sea que la diversificación ocurra por la adquisición de un negocio o por el simple crecimiento del conglomerado.

Esto, según Lamont y Polk (2000) puede deberse a principalmente a dos razones: la primera de ellas es que la diversificación –y siguiendo un poco las conclusiones a las que llegan Berger y Ofek (1995)- implique de

por sí la destrucción de valor para las empresas. La segunda, radica en el hecho de -que podría suceder- que la diversificación y la aparente subvaloración no estén causalmente relacionadas, sino que simplemente reflejen decisiones endógenas: es decir, quizás empresas con poco valor eligen el diversificar, lo que podría ocasionar dicha relación empírica entre valor y diversificación. Estas dos explicaciones son no mutuamente excluyentes y podrían complementarse una a otra: podría ser que empresas subvaloradas eligen diversificar, y esa diversificación disminuye aún más su valor. Siguiendo estas conclusiones, la diversidad de segmentos de una empresa debería estar negativamente correlacionada con el valor de la firma.

Una posible explicación al descuento por diversificación es la hipótesis de que los mercados internos de capital –hipótesis que por demás difiere por completo de la anteriormente expuesta- funcionan ineficientemente, debido a que gastan poco en los buenos negocios y mucho en los malos. Berger y Ofek (1995) observan que las empresas diversificadas sobre invierten en segmentos con pobres oportunidades de inversión, y que esa sobre inversión esta relacionada con la subvaloración de la empresa. Lamont (1997) y Shin y Stulz (1997) ofrecen evidencia de que divisiones ineficientes o que presentan un muy pobre desempeño, son subsidiadas por otras divisiones, en detrimento de otras oportunidades de inversión más atractivas. Esto implica que la diversidad en oportunidades de inversión destruye valor, dado que la diversidad crea una situación en la cual la firma puede transferir -de manera ineficiente e irracional- fondos de buenos negocios a otros no tanto. Algunos trabajos, como los de Lamont (1997), Stulz (1990), Rajan, Servaes y Zingales (1999), Shin y Stulz (1997) y Scharftein (1998), concluyen que de hecho los mercados de capitales que se crean internamente en el conglomerado funcionan menos eficientemente que los mercados de capitales externos. Esto es así debido a que la empresa

matriz sobre invierte en divisiones con pobre desempeño. Scharftein y Stein (1997) además concluyen que dicha conducta puede deberse precisamente a asimetrías de información entre los segmentos y la empresa matriz.

Otros estudios que se mueven entre estas líneas, podemos citar los realizados por Shin y Stulz (1998), en el que estos autores determinan que las inversiones de una parte de la empresa se ven afectadas por el flujo de caja de otra parte de la empresa.

Una de las razones por las cuales puede darse esta relación entre valor y diversificación, según Lamont y Polk (2000) podría ser –además de su principal razón que es la hipótesis de la ineficiencia del mercado interno de capital- la limitada experiencia y poca eficiencia de la gerencia en los negocios diversificados, ya que puede darse el caso de que algunos segmentos no relacionados con la actividad principal de la empresa tengan conflictos con la cultura y estilo corporativa de esta. Esta razón –conocida con el nombre de Hipótesis de los Costos de Agencia- es compartida por muchos autores. Blasko, Netter y Sinkey (2000) y Graham, Lemmon y Wolf (2000) hallan como una de las desventajas de la diversificación, a la existencia de altos costos de agencia. Esto se debe a que la gerencia podría incentivar a la diversificación, anteponiendo motivos personales por sobre el beneficio último de los accionistas de la empresa. Una hipótesis complementaria a la de los costos de agencia es la de Bruner (comentada por Blasko, Netter y Sinkey (2000)) en la cual se argumenta que existe una marcada “dependencia al camino”, con lo cual se entiende que las decisiones que han realizado los gerentes en el pasado, pueden determinar y forzar las decisiones que ellos tomen en el futuro.

La creación o destrucción de valor, según Lamont y Polk (2000), puede ocurrir en dos formas distintas. Como sabemos, el valor de cualquier activo es la suma de los flujos de caja futuro que este genere descontados,

por lo que el valor puede cambiar de acuerdo a los cambios en los flujos de caja o en las tasas de descuento. Siguiendo otro trabajo de estos mismos autores Lamont y Polk (1999), estos muestran que el descuento por diversificación será de acuerdo a los retornos esperados; empresas con altas expectativas de retorno tendrán baja valoración, y empresas con bajos retornos esperados tendrán altos valores. De esa forma, ellos concluyen el hecho de que las empresas diversificadas tienen retornos esperados que difieren de los retornos de las empresas especializadas. Esto en parte se basa en la hipótesis de que la diversificación por si sola ocasiona que la empresa diversificada genere diferentes flujos de caja de los que generaría si esta fuese separada en empresas especializadas. (Lang y Stulz (1993) y Berger y Ofek (1995)).

1.2) Bases Teóricas

Para evaluar como la diversificación crea o destruye valor, el mejor método consiste en determinar la sumatoria de los valores de mercado de cada división por separado, y entonces comparar ese valor con el valor actual del conglomerado. Sin embargo, esto puede resultar difícil de hacer en los conglomerados, debido a que mucha de la información financiera de las divisiones generalmente no es pública.

Para utilizar este método de valoración, nosotros nos basamos en el hecho de que el precio de cualquier activo es la suma descontada de los flujos de caja y retornos futuros que este genere. Es por eso, que si la diversificación contribuye a generar valor, esto debería ser un activo intangible que incremente así el valor actual de mercado de la empresa.

El Modelo de Valoración de Flujos que utilizaremos en nuestra investigación, corresponde al Modelo General de Flujos de Caja propuesto por Fernández (1999):

$$(1) \quad V = \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(CF_n + V_n)}{(1+k)^n}$$

Donde:

V: valor actual de la empresa.

CF_i: flujo de caja en el periodo i.

k: tasa de retorno requerida.

V_n: valor residual de la empresa en el periodo n.

Además:

$$(2) V_n = CF_{n+1}/(k-g) = CF_n * (1+g)/(k-g)$$

Donde:

V_n : valor residual de la empresa en el periodo n.

CF_n : flujo de caja en el periodo n.

k: tasa de retorno requerida.

g: tasa de crecimiento constante.

Según Ross, Westerfield y Jaffe (1995), entendemos por flujo de caja incremental, a la diferencia entre el flujo de caja en la fecha t de la empresa y la sumatoria de los flujos de caja de cada una de sus unidades de negocio valoradas independientemente:

$$(3) \Delta FC_t = \Delta Rev_t - \Delta Costos_t - \Delta Impuestos_t - \Delta \text{Requerimiento de Capital}_t$$

Donde:

ΔRev_t : ingresos incrementales de la adquisición.

$\Delta Costos_t$: costos incrementales de la adquisición.

$\Delta Impuestos_t$: impuestos incrementales de la adquisición.

$\Delta \text{Requerimiento de Capital}$: nueva inversión incremental requerida para el capital de trabajo y los activos fijos.

Según los mismos autores, podemos definir a la sinergia como la diferencia entre la valoración de la empresa y la sumatoria del valor de cada una de sus unidades de negocios. Es decir, la sinergia es el valor actual de los Flujos de Caja incrementales. Matemáticamente la podemos representar como:

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b + \dots + V_n)$$

Donde:

V_{ab} : es el valor del grupo de unidades de producción.

V_i : es el valor de la unidad de producción i .

Lo cual puede ser también representado como:

$$\text{Sinergia} = \sum [\Delta FC / (1 + r)^t]$$

Donde:

ΔFC : diferencia entre el flujo de caja de la corporación y el de las unidades de negocio.

r : tasa de retorno requerida

t : tiempo transcurrido.

2. Marco Metodológico:

2.1) Nivel de Investigación

Nuestra Investigación es del tipo de Campo, dado que nuestro análisis se centrara en los datos secundarios de la Información Financiera de las unidades de negocio de las Empresas SUDAMTEX.

2.2) Diseño de la Investigación

Dentro de la calificación metodológica de diseño de campo, nuestra investigación es del tipo específico de Estudio de Caso, debido a que nos planteamos el estudio de la relación existente entre valor y diversificación para el caso de una empresa en específico, a saber, las Empresas SUDAMTEX. Por esa razón, nuestro interés será únicamente el de comprobar la hipótesis para el caso de la empresa seleccionada, por lo que sus resultados no podrán ser generalizados al universo posible de casos existentes.

2.3) Procedimiento de Investigación

Nuestra investigación consistirá –como ya hemos visto- en un análisis de valor de la empresa diversificada y de cada una de sus unidades de negocio. Para ello, empezaremos nuestro estudio con la clasificación de las unidades de negocio del grupo según su objetivo de producción. En la literatura sobre el tema, podemos encontrar como un nexo común, la clasificación de las empresas a través de la segmentación por la actividad industrial que estas realicen. Para ello, seguiremos Berger y Ofek (1995), Lamont y Polk (2000), Graham, Lemmon y Wolf (1998), entre otros, que en sus estudios usaron para la clasificación de las unidades de negocios los Códigos SIC, abreviación utilizada para Standard Industrial Classification .

Tomando a la empresa y a cada una de las distintas unidades de negocio que formen parte de esta, procederemos a realizar un análisis de la información financiera de cada una, para así lograr la evolución histórica de la empresa y sus unidades de negocios en el tiempo. Para dicho análisis, recurriremos a aquellos indicadores financieros que consideremos en el transcurso de la investigación como necesarios.

Consecutivamente, procederemos a realizar proyecciones del flujo de caja de estas unidades. Para ello, realizaremos previamente un análisis los factores macroeconómicos y su efecto en el comportamiento de la empresa.

Una vez obtenido los flujos, es necesario que calculemos una tasa de descuento para la empresa y para cada una de las unidades de negocio. Para ello, utilizaremos los métodos tradicionales de estimación, como el modelo CAPM o el WACC, dependiendo de las características que posean los flujos que se vayan a descontar.

Una vez logrado esto, podemos proceder a obtener el valor de cada una de ellas. Dicha valoración será realizada usando el modelo de

valoración de empresas por descuento de flujos de caja, propuesto por Fernández (1999) y al cual hicimos referencia en el Marco Teórico. Dicha valoración se realiza de la siguiente manera:

$$(1) \quad V = CF_1 / (1+k) + CF_2 / (1+k)^2 + \dots + (CF_n + V_n) / (1+k)^n$$

Este modelo no necesariamente muestra una duración temporal del proyecto, ya que el valor residual de la empresa en el año n (V_n) puede ser obtenido al descontar los flujos de caja futuros a partir del año n y por un lapso de tiempo indeterminado. Para esto asumiremos un crecimiento constante de los flujos futuros a partir del año n ; dicho crecimiento estará representado por la constante g , que se expresa en la siguiente ecuación (2), que ya presentamos en el marco teórico.

$$(2) \quad V_n = CF_{n+1} / (k-g) = CF_n * (1+g) / (k-g)$$

Esta constante (g), viene establecida por el supuesto de que la relación deuda-capital crece a la misma tasa g a lo largo del tiempo [Fernández (1999)].

Elegimos este método de valoración de empresas por que simplifica el procedimiento, dado que asume que los flujos de caja tienen un crecimiento constantes a partir del año n , y por un lapso de tiempo indefinido.

Luego de hallar la valoración de las unidades de negocios, valoramos por este mismo método a la corporación en su conjunto, tomando en cuenta para ello que la tasa de retorno de la unidad de negocio es diferente a la tasa de descuento de la corporación, esto debido al riesgo en que estas incurren es distinto. Las tasas de retorno incluirían el riesgo del negocio en si, más los riesgos de inflación, devaluación, entre otros factores que influyen en el desenvolvimiento económico de la unidad o de la corporación. Estos

factores serán estudiados a través de análisis del entorno macroeconómico y por estimaciones efectuadas por entes especializados y sobre la data del Banco Central.

Una vez hallada la valoración de cada unidad de negocio y de la corporación, se procederá a comparar su desenvolvimiento individual con el desempeño que tendrían en caso de estar fusionados. Esta comparación la realizaremos a través del estudio de los flujos de caja incrementales. Para ello, dividiremos a este en cuatro componentes, utilizando para ello la ecuación mencionada en la Marco Teórico:

$$\Delta FC_t = \Delta Rev_t - \Delta Costos_t - \Delta Impuestos_t - \Delta Requerimiento de Capital_t.$$

Observando como se afectan estas variables, podemos ver cual de estos componentes muestra condiciones favorables o desfavorables para el valor de la empresa.

Utilizando la Teoría de la Sinergia, también demostraremos la conveniencia o no de las unidades de negocios. Esto lo verificaremos de la siguiente forma:

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b + \dots + V_n)$$

Donde:

V_{ab} : valor del grupo de unidades de producción.

V_i : valor de la unidad de producción i .

Que también se puede representar como:

$$\text{Sinergia} = \sum [\Delta FC / (1 + r)^t.]$$

Donde:

ΔFC : diferencia entre el flujo de caja de la corporación y el de las unidades de negocio.

r: tasa de retorno requerida

t: representa los años transcurridos a partir del momento inicial.

Mediante la sinergia, podremos observar si el funcionamiento conjunto de las unidades de negocio le agrega o no valor a la empresa.

Los datos a utilizar los encontramos en los Balances Generales, Estados de Ganancias y Pérdidas y los Flujos de Caja de la Empresa estudiada.

3. INDICE TENTATIVO

Indice

Introducción.

CAPITULO 1: MARCO TEORICO

1.1 Antecedentes

1.1.1 Teorías Tradicionales de la Diversificación.

1.1.2 Teorías Emergentes de la Diversificación.

1.2 Bases Teóricas

1.3 Definición de Términos

1.4 Hipótesis

1.5 Variables

CAPITULO 2: La Empresa

2.1 Breve Reseña Histórica

2.2 Análisis organizacional de la empresa

2.3 Estudio y proyecciones de los Estados Financieros.

CAPITULO 3: Análisis de Valoración

3.1 Modelo de valoración.

3.2 Valoración de las unidades de negocio

3.3 Valoración de la corporación.

CAPITULO 4 . Relación entre Diversificación y Valor de la Empresa

4.1 Análisis y Evaluación de sinergias

4.2 Comparación del valor de la Empresa con el de las unidades de negocio.

Conclusiones.

Bibliografía.

Anexos.

4. Bibliografía Tentativa:

Bannock, Graham; Baxter, R. y Ray Rees. "Diccionario de Economía". Editorial Trillas. México. 1995.

Berger, Philip y Eli Ofek. "Bust-up takeovers of value-destroying diversified firms". *Journal of Financial Economics* No. 37, 39-66. 1995.

Berger, Philip y Eli Ofek. "Diversification's effect on firm value". *Journal of Finance* No. 51, 1175-1200. 1996.

Berger, Philip y Eli Ofek. "Diversification's effect on firm value". *Journal of Financial Economics* No. 37, 39-66. 1995.

Blasko, Matej; Netter, Jeffry y Joseph Sinkey. "Value creation and challenges of an international transaction: The DaimlerChrysler merger". *International Review of Financial Analysis* No. 77-102. 2000.

Brealey, Richard y D. Myer. "Principles of Corporate Finance". McGraw-Hill. Nueva York. 1991.

Bruner, R. "An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault". *Journal of Financial Economics*. No. 51. Pags. 125-166. 1999.

Campa, José y Simi Kedia. "Explaining the diversification discount". Harvard Business School. Working Paper. 1999.

Comment, Robert y Gregg Jarrel. "Corporate focus and stock returns". *Journal of Financial Economics* No.37, págs. 67-87. 1995.

Daley, Lane; Mehrotra, Vikas y Ranjini Sivakumar. "Corporate Focus and value creation: Evidence from spinoff". Journal of Financial Economics. No. 45, págs.257-281.1997.

Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas". Ediciones Gestión 2000, Barcelona. 1999.

Graham, John; Lemmon, Paul y Jack Wolf. "Does Corporate Diversification Destroy Value?". Social Science Research Network. Julio, 2000.

Grinblatt, M y S. Titman. "Financial Markets and Corporate Strategy". Irwin-McGraw-Hill.1998.

Hadlock, Charles; Ryngaert Michael y Shawn Thomas."Corporate Structure and Equity Offering: Are the Benefits to diversification?" Journal of Financial Economic. Enero, 1998.

Healy, Paul; Palepu, Krishna y Richard Rubak. "Does Corporate performance improve after Mergers?". National Bureau of Economic Research Working Paper No.3348. Mayo 1990.

Hubbard, Glenn y Darius Palia. "A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view". Journal of Finance No.54, págs.1131-1152. 1999.

John, Kose y Eli Ofek. "Assets sales and increase in focus". Journal of Financial Economics No.37, págs.105-126. 1995.

Kaplan, Steven y Luigi Zingales. "Do financing constraints explain why investment is correlated to cash flow?". National Bureau of Economic Research. Working Papers Series N° 5267. Septiembre 1995.

Lamont, Owen. "Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets". *Journal of Finance* No.52, págs. 83-110.1997.

Lamont, Owen y Christopher Polk. "The diversification discount: cash flow vs. Returns". National Bureau of Economic Research, Working Papers N° 7396. Octubre 1999.

Lamont, Owen y Christopher Polk "Does diversification destroy value? Evidence for Industry shocks". National Bureau of Economic Research. Working Papers N° W7083. 2000.

Lang, Larry y René Stulz. "Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance". National Bureau of Economic Research. Working Papers N°4376. 1993.

Lewellen, Wilbur. "A pure financial rationale for the conglomerate merger". *Journal of Finance* No 26, págs. 521-537. 1971.

Maksimovic, Vojislav y Gordon Phillips. "Optimal Firm Size and the Growth of Conglomerates and Single Industry Firm". University of Maryland. Working Paper. 1998.

Maquiera, C.; Meggison, W y L. Nail. "Wealth creation vs. Wealth redistributions in pure stock- for-stock mergers". *Journal of Financial Economics*. No. 48, Pags. 3-33. 1998.

Morck, Randall; Schleifer, Andrei y Robert Vishny. "Do managerial objectives drive bad acquisitions?". *Journal of Finance* No.45, págs. 31-48. 1990.

Myers, Stewart y Nicholas Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics* 13, 187-221. 1984.

Myers, Stewart. "Capital Structure Puzzle". National Bureau of Economic Research Working Paper No.1393. Julio 1984.

Rajan, Raghuram; Servaes, Henri y Luigi Zingales. "The Cost of Diversity: Diversification Discount and Inefficient Investment

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph y Jeffrey Jaffe. "Finanzas Corporativas". IRWIN, Tercera Edición, 1995.

Scharfstein, David y Jeremy Stein. "The Dark Side of Internal Capital Markets: divisional rent seeking and inefficient investment". Massachusetts Institute of Technology Working Paper. 1997

Scharfstein, David. "The Dark Side of Internal Capital Markets II". National Bureau of Economic Research. Working Paper N°6352. 1998.

Schlingemann, Frederik; Stulz, Rene y Ralph Walkling. "Asset Liquidity and Segment Divestitures". National Bureau of Economic Research. Working Paper No. W7873. Septiembre 2000

Servaes, Henri, "The value of diversification during the conglomerate merger wave". *Journal of Finance* No. 51, págs. 1201-1225. 1996.

Shin, Hyun-Han y Rene Stulz. "Are internal capital markets efficient?". *Quarterly Journal of Finance* No. 113, págs. 531-552. 1998.

Shleifer, Andrei y Robert, Vishny. "The Limit of Arbitrage". *Journal of Finance*. No. 52, Págs. 35-55.

Stein, Jeremy. "Internal capital markets and the competition for Corporate resources". Journal of Finance No.52, pág.111-133. 1997.

Stulz, René. "Managerial Discretion and Optimal Financial policies". Journal of Financial Economics No.26, págs. 3-27. 1990.

Weston, Fred. "Diversification and merger trends". Business Economics No.5, págs. 50-57. 1970.

